

信用等级公告

联合[2015]418 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拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：钟月飞 刘彬

二零一五年七月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

浙江省国有资本运营有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 16 亿元（含）

债券期限：5 年（3+2）

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2015 年 7 月 29 日

主要财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额(亿元)	287.96	346.16	486.74	1,190.63
所有者权益(亿元)	45.84	44.79	57.39	257.64
长期债务(亿元)	9.15	12.68	28.84	103.69
全部债务(亿元)	69.32	87.68	118.50	406.79
营业收入(亿元)	403.66	479.48	529.81	567.63
净利润(亿元)	3.82	6.24	2.54	5.39
EBITDA(亿元)	11.90	12.68	12.49	12.13
经营性净现金流(亿元)	3.46	14.58	6.51	4.54
营业利润率(%)	4.43	4.22	4.65	3.25
净资产收益率(%)	8.92	13.77	4.98	3.43
资产负债率(%)	84.08	87.06	88.21	78.36
全部债务资本化比率(%)	60.20	66.19	67.37	61.22
流动比率	1.10	1.03	0.98	1.14
EBITDA 全部债务比	0.11	0.14	0.11	0.03
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	4.87	2.36	3.59
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.46	0.79	0.78	0.76

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。③2015 年一季度数据未经审计，相关指标未经年化。④全部债务将卖出回购金融资产款、其他流动负债以及长期应付款中融资租赁款计入其中。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了其作为浙江省国资委下属控股型国有独资公司，在政府支持、经营规模、资产质量、企业性质等方面具备的综合竞争优势；同时联合评级也关注到大宗商品贸易行业价格波动明显、建筑行业毛利率低等不利因素可能对公司经营发展带来的负面影响。

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，公司经营规模有望继续保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司的实际控制人为浙江省国资委，在国有企业改革的时代背景下，具备一定的政策优势和资源优势，如国有资产的无偿划转等。
2. 公司主营业务所处的行业主要为建筑、钢铁、汽车和煤炭行业，随着国家政策的倾斜，主营业务之一的建筑行业在不断回暖。
3. 公司资产和权益规模大，主要子公司盈利能力较强，为本期公司债券的到期偿付提供了保障。
4. 公司绝大多数子公司所处的浙江省区域经济较为发达，为公司发展提供了良好的外部环境。

关注

1. 公司主营业务所属的建筑业、商贸流通行业与宏观经济运行情况密切相关，行业发展与国民经济的景气程度有很强的关联性，经

济增长速度放缓或宏观经济出现周期性波动将对公司的经营状况产生不利的影响。

2. 公司主营业务覆盖建筑业务、商贸流通业务、房地产业务等。子公司商贸流通业务经营范围较广,产业链延伸较长,相关度较低,存在一定的多元化经营风险。

3.自 2008 年下半年以来,受国际金融危机及我国经济增长减缓的影响,国内钢材、化工、煤炭等大宗商品的价格波动明显。2015 年以来,公司大宗商品销售价格、成本价格下跌非常明显,存在一定的价格波动风险。

4.主要的建筑材料钢材、水泥等价格波动以及劳务供应具有周期性的特点,对子公司浙建集团的成本影响显著。

5.公司流动负债占比较高,负债结构有待改善,公司存在规模较大的应收账款和预付款项,具有一定的资金占用风险。

分析师

钟月光

电话: 010-85172818

邮箱: zhongyg@unitedratings.com.cn

刘 畅

电话: 010-85172818

邮箱: liuc@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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与浙江省国有资本运营有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与浙江省国有资本运营有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因浙江省国有资本运营有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由浙江省国有资本运营有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“公司”或“国资公司”）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1,000万元人民币。2014年6月，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”）出具了《关于同意浙江省综合资产经营有限公司增加注册资本的批复》（浙国资产权〔2014〕30号），同意公司在原注册资本1,000万元的基础上，将17.9亿元资本公积转增注册资本，转增后公司注册资本变更为18亿元。2014年6月，公司就上述增资事项在浙江省工商局办理了相关工商变更手续，截至2015年3月底，公司注册资本为18亿元，为由浙江省国资委实际控制的国有独资公司。2015年4月，公司更为现名。公司持有上市公司物产中拓股份有限公司（证券简称：物产中拓；股票代码：000906；以下简称“物产中拓”）46.13%的股份，物产中拓是一家集原材料贸易、汽车销售及服务、酒店、环保为一体的综合性大型企业。公司持有浙江省物产集团有限公司（以下简称“浙江物产”）62%的股权，浙江物产持有上市公司浙江物产中大元通集团股份有限公司（证券简称：物产中大；股票代码：600704；以下简称“物产中大”）30.62%的股份，物产中大主营业务集中在国际贸易、房地产业和投资业务三大领域。

公司本部属于投资与资产管理行业，主要的经营范围包括：资本运营投资，股权管理，资产管理，持有和管理省属国有企业改革中剥离、保留的国有资产以及省属国有企业核销资产的管理。公司主要下属子公司主要涉及建筑业、商业贸易和服务业等，其经营范围主要包括：房屋建筑工程、公路工程、水利水电工程、电力工程、市政公用工程、机电安装工程、化工石油工程的施工总承包；专业承包类：有建筑装饰装修、地基与基础、土石方、建筑幕墙、园林、钢结构、预拌商品混凝土、混凝土预制构件、高耸构筑物、电梯安装、消防、建筑防水、防腐保温、附着升降脚手架、金属门窗、预应力、起重设备安装、机电设备安装、爆破与拆除、建筑智能化、环保、桥梁、隧道、公路路面、公路路基、公路交通工程、机场场道、堤防、火电设备安装、送变电、冶炼、机电设备安装、管道、城市轨道交通、城市及道路照明、体育场地设施、特种专业、无损检测；金属材料，建筑材料，机电设备（含小汽车），化工轻工产品及原料（不含危险品），木材，化肥；物资仓储运输，旅游，信息，咨询服务，各类生活资料（有专向规定的除外）；资产经营等。

截至2015年3月底，公司有办公室（党群工作部）、资本运营部、资产管理部、财务部和风险管控部（纪检监察室）共计5个职能部门，各部门职能清晰。截至2015年3月底，公司本部拥有员工22人。

截至2014年底，公司合并资产总额486.74亿元，负债合计429.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.39亿元。2014年公司实现营业收入529.81亿元，净利润（含少数股东损益）2.54亿元；经营活动产生的现金流量净额6.51亿元，现金及现金等价物净增加额9.57亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额1,190.63亿元，负债合计932.99亿元，所有者权益（含少数股东权益）257.64亿元。2015年1~3月公司实现营业收入567.63亿元，净利润（含少数股东损益）5.39亿元；经营活动产生的现金流量净额4.54亿元，现金及现金等价物净增加额55.92亿元。

公司注册地址：杭州市体育场路桃花弄2号4楼；法定代表人：余兴才。

二、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“浙江省国有资本运营有限公司 2015 年公司债券”，发行规模为不超过人民币 16 亿元（含 16 亿元），本次债券为 5 年期固定利率品种，并附第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券面值 100 元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本次债券向合格投资者公开发行，不向公司原股东优先配售。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于补充流动资金。

三、行业分析

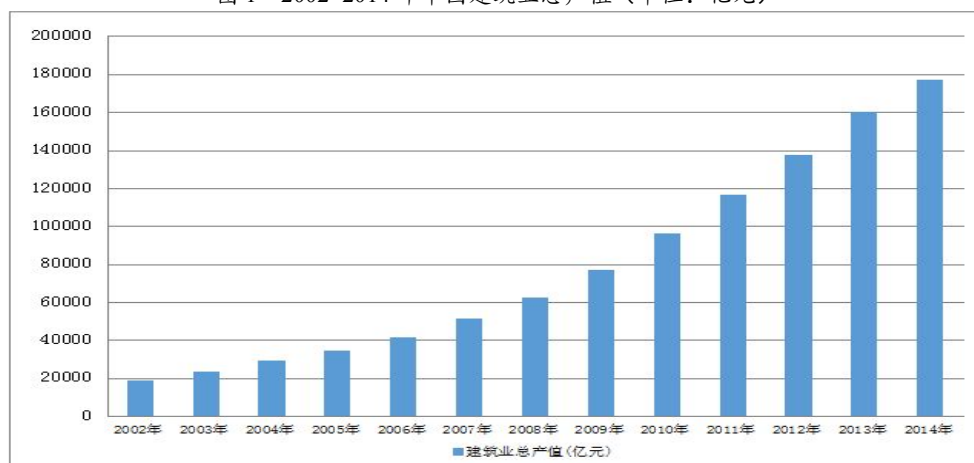
公司作为国有独资的控股型企业平台，对公司有重要影响的三大子公司分别为浙江省建设投资集团有限公司（以下简称“浙建集团”）、浙江物产和物产中拓，主要从事建筑、钢铁和煤炭贸易等业务，本报告的行业分析围绕上述行业展开。

1. 建筑行业

行业概况

建筑业是国民经济的重要物质生产部门，它与整个国家经济的发展、人民生活的改善有着密切的关系。中国正处于城镇化建设的加速阶段，建筑业的增长速度较快，对国民经济增长的贡献也较大。自 2002 年始，我国建筑业总产值由 18,527.18 亿元增加至 2014 年的 176,713 亿元，年均增长率达 20.68%，具体情况见图 1。

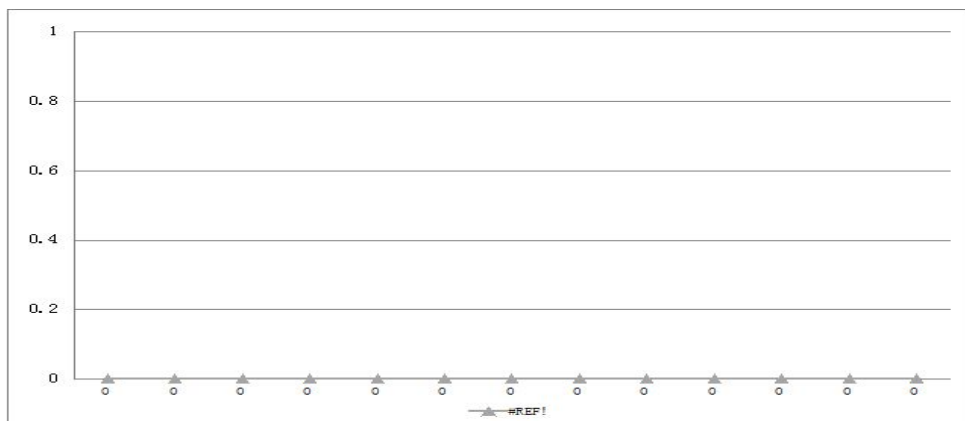
图 1 2002~2014 年中国建筑业总产值（单位：亿元）



数据来源：国家统计局

2002 年以来，建筑业增加值占国内生产总值的比重从 2002 年的 5.37% 增加到 2014 年的 7.03%，成为拉动国民经济快速增长的重要力量，具体情况见图 2。

图 2 2002~2014 年中国建筑业增加值与 GDP 之比（单位：亿元、%）



数据来源：国家统计局

城镇化的进一步推进给建筑行业带来了难得的发展机遇。根据欧美日韩等国家的历史经验显示，城市化率突破 50%以后，建筑业增加值占 GDP 的比重通常会持续上升，并持续到城市化率达到或超过 60%。从建筑业增加值占 GDP 之比这一指标来看，日本的历史高点为 10.4%，韩国的历史高点为 11.2%，上述两国建筑业增加值占 GDP 之比的历史峰值均出现在该国城镇化率 70% 前后。根据国家统计局 2015 年初公布的数据，2014 年末，中国大陆总人口为 136,782 万人，城镇常住人口 74,916 万人，乡村常住人口 61,866 万人，中国城镇化率达到了 54.77%，比上年提高了 1.04 个百分点。中国的城镇化进程远未结束，随着城镇化率逐渐上升到 60%~70%，建筑业增加值占 GDP 的比重仍会持续上升，建筑行业内的企业将迎来发展的机遇。

总体看，随着我国经济持续健康稳定发展和城镇化率的进一步提升，建筑业增加值占 GDP 的比重仍会持续上升，行业内的企业将迎来发展的机遇。

行业竞争

建筑行业是改革开放后市场经济化较早的行业，进入壁垒较低，企业规模分布呈现“金字塔”状，即极少量大型企业、少量中型企业和众多小型微型企业并存。2010 年度，中国建筑企业数量已经超过了 7 万家，但前 50 家建筑企业占的市场占有率仅 26%，远远低于英国的 55%和日本的 43%。

中国建筑市场存在五类参与者：央企巨头、区域龙头、江浙民营企业、外资巨头以及众多中小建筑企业，具体情况见表 1。

表 1 中国建筑行业格局

企业类型	代表企业	经营状况
央企巨头	中国中铁	中国工程建筑市场的领导者，基本上都入围世界 500 强，在国际承包市场上也有一席之地
	中国铁建	
	中国建筑	
	中交建	
	中冶科工	
	中国水电	
江浙领军企业	南通二建	灵活的经营模式，规模迅速做大，同时较早布局全国，并逐步走向国际。外向性极强，省外施工业务收入占全部业务收入的 50%以上
	广厦建设	
	中天建设	
	浙建集团	
	苏中建设	

区域龙头	浦东建设	在所在区域具有绝对性优势，跨区域扩张也取得一定成果，依靠较好的管理和成本控制能力
	上海建工	
	北京建工	
	隧道股份	
	龙元建设	
外资建筑巨头	日本清水（Shimizu）	占有国内高端市场，业务主要是总承包（EPC）和项目管理承包（MPC）
	瑞典斯堪雅（Skanska）	
众多中小建筑企业		依靠中国巨大的廉价劳动力资源，依靠价格战获取项目，生存困难。也有部分特色的专业承包企业，因为定位聚焦，发展迅速

资料来源：公开数据整理

总体看，建筑行业由于行业壁垒较低，民营企业、国有企业以及外资企业共同发展，市场竞争异常激烈，市场化程度较高。

行业政策

①简政放权，审批权限下放：2014年7月，住建部发布《关于推进建筑业发展和改革的若干意见》，指出简政放权为发展目标，开放市场，坚持放管并重，消除市场壁垒，构建统一开放、竞争有序、诚信守法、监管有力的全国建筑市场体系。工作重心由“重审批，轻监管”转变为“淡化前置管理，重视事中和事后监管”，宽进严管。

②新版资质标准出台：2014年11月，住建部在官网发出《住房城乡建设部关于印发<建筑业企业资质标准>的通知》，新资质标准中的专业承包资质由原先的60项减少为36项。另外各类别二级企业资质对一级建造师数量要求明显增加；各类别三级企业资质由三级项目经理证改为注册建造师。

③新型城镇化建设加速推进：2014年3月，《国家新型城镇化规划(2014~2020年)》正式对外公布，这是我国新型城镇化的路线图。规划提出到2020年，我国常住人口城镇化率将达到60%左右，由此带来的投资需求约为42万亿元。

④PPP模式大行其道：2014年12月，财政部、国家发改委发布3份PPP文件：财政部《政府和社会资本合作模式操作指南(试行)》、30个PPP示范项目清单即《关于政府和社会资本合作示范项目有关问题的通知》以及国家发改委《关于开展政府和社会资本合作的指导意见》。

总体看，我国建筑行业处于政策调整期，积极贯彻我国城镇化改革的方针，政府和社会资本合作不断加强。

行业关注

①行业竞争加剧挤压利润空间：中国当前正处于建设高峰期，由于建筑市场发育尚不完善，体制和机制尚未完全理顺，大多数建筑企业以相似的业务和经营管理模式竞争，导致压级压价、垫资施工、拖欠工程款、索取回扣等问题仍有发生。尽管国家对上述问题都进行了大力整治，但一个体系完备、竞争有序的建筑市场在中国尚未完全建立，导致整个建筑市场在此种竞争环境下，毛利率空间受到挤压。

②原材料价格波动对成本影响大：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。近年来，钢材和水泥价格波动较大，给建筑企业的成本控制带来一定压力。

③流动资金压力大：建筑行业具有高负债运营的特点，由于建筑市场目前尚未建立竞争有序的市场，垫资施工是中国建设工程施工领域长期以来存在的一种承包方式。在这样的行业背景下，施工企业常常面临巨大的流动资金压力和较重的债务负担。

总体看，建筑行业具有高负债的行业特征，建筑行业市场竞争激烈，未来建筑企业的融资能

力将成为重要的发展动力。

未来发展

住建部将出台政策推动建筑产业现代化，初步确定的发展目标是：到 2015 年底，除西部少数省区外，其他地方都应具备相应规模的构件生产能力；政府投资和保障性安居工程要率先采用这种建造方式；用产业化方式建造的新开工住宅面积所占比例逐年增加，每年增长 2 个百分点。各地区协调出台税费减免、财政补贴等扶持政策，为推动建筑产业现代化发展创造有利的政策条件。

未来一段时间内，建筑业进入减速慢行“新常态”，在行业进入转型升级的关键时期，建筑企业将加大与其他公司的战略合作，通过建立战略合作关系，整合资源提高双方各自价值链，抵抗经济下行风险。

短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观调整也将处于灵活多变性。基于建筑行业与宏观经济的相关性高，基建投资疲软，以及房地产投资继续下滑，加之其举债经营的特性对抵抗资金压力能力弱，建筑企业经营压力加大。

长期内，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，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。

总体看，我国建筑行业与宏观经济紧密相连，短期受到宏观经济放缓的影响而下滑；长期随着中国城镇化、现代化的发展规划而呈现良好的发展态势。

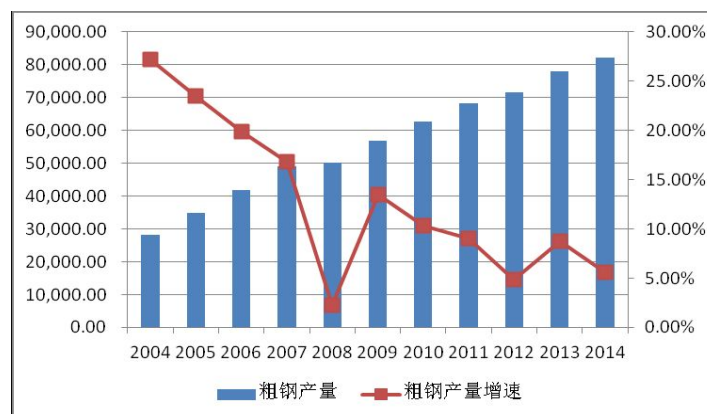
2. 钢铁行业

行业概况

钢铁行业是强周期性行业，其发展与国民经济周期有很强的相关性。钢铁行业作为国民经济的基础产业，行业总体产能容量巨大。根据国家统计局公布的统计数据，我国粗钢产量从 2008 年的年产 5.03 亿吨增长至 2014 年的年产 8.23 亿吨，年均复合增长率达 8.54%，钢产量已经连续多年位居世界第一。根据国际钢铁协会统计数据显示，2014 年全球粗钢产量为 16.41 亿吨，同比增长 2.1%，我国粗钢产量占全球粗钢产量的比例在 2014 年更是达到了 50.15% 的水平。

自 2008 年全球金融危机引发全球经济衰退以来，我国粗钢产量增速逐渐放缓，钢铁行业增速呈现明显的波动下滑态势，具体情况见图 3。

图 3 2004 年~2014 年中国粗钢产量及增速（单位：万吨）



资料来源：Wind 数据库

我国钢材的产量在过去几年也呈现逐年增长的态势，从 2008 年的 6.05 亿吨增长至 2014 年的

11.26 亿吨，实现了 10.91% 的年均复合增长率。在 2013 年短期增速上涨之后，2014 年的钢材产量增速仅为 5.4%。

2009 年，在中央政府宏观经济刺激计划的拉动下，钢铁行业资产规模和利润均有较大的增长。2010 年开始，我国粗钢产量虽连年增长，但增长率却呈波动下行态势。2013 年钢铁供需继续呈现弱势格局，钢铁产量再创历史新高，增速反弹，而市场需求依然较弱。2014 年我国粗钢产量增速重回下行通道，市场供需格局未有明显改观，维持弱势格局。进入 2014 年钢材价格基本呈单边下行态势，截至 2014 年底，中国钢材综合价格指数已跌至 83.09，为近五年来的最低点。进入 2015 年，在宏观经济增速放缓的大背景下，钢材综合价格指数继续下探，低点几乎已逼近高点时期的一半左右，钢材价格在经历了前期的持续下跌后，未来继续下探空间有限，呈现低位震荡的可能性较大。

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。2008 年至今，我国钢铁消费量逐年增加。2009 年以来，外部经济环境持续不景气，钢铁消费量增速逐年放缓。进入 2013 年，宏观经济未有明显改观，基建市场投资有所回暖，钢铁市场需求相应略有小幅增长，但持续性不强。未来受“十二五”期间投资拉动以及城镇化进程的稳步推进，我国钢材市场需求具备较好增长条件。

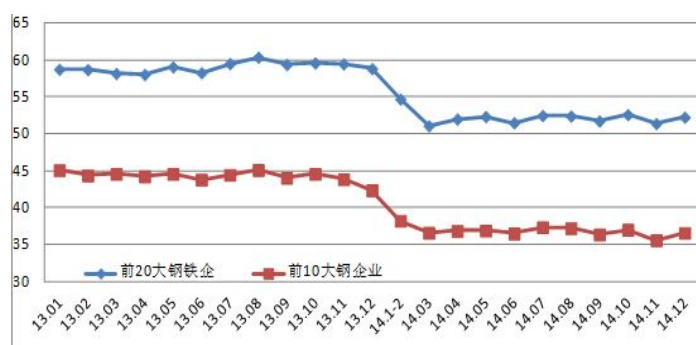
2014 年，钢材（含重复材）产量 11.3 亿吨，同比增长 4.5%，增幅下降 6.9 个百分点；全国粗钢产量 8.2 亿吨，同比增长 0.9%，增幅同比下降 6.6 个百分点。国内钢材表观消费 10.5 亿吨，同比增长 1.7%，增幅下降 10.6 个百分点；粗钢表观消费 7.4 亿吨，同比下降 3.4%。

总体看，我国钢铁行业产量虽不断增长但增速放缓，这与宏观经济增幅放缓的大背景相一致，具有一定的周期性。

行业竞争

2014 年以来，钢铁行业的产业集中度表现出下降趋势。其中，粗钢产量前 10 名（20 名）企业的产业集中度下降趋势较为明显。2014 年 12 月份，前 10 大钢铁企业粗钢产量占全国总量份额约为 36.59%，与 2013 年 12 月的 42.36% 相比，下降了 5.77 个百分点；前 20 大钢铁企业产量所占的份额从 2013 年 12 月的 58.82% 跌落至 52.24%，产业集中度下降了 6.58 个百分点，具体情况见图 4。近年来钢铁行业效益不佳，企业兼并重组意愿下降。大型钢铁企业精品板材项目多为汽车板、电工钢等高端产品，已出现过剩迹象，低牌号取向电工钢、无取向电工钢及普通质量汽车板市场压力进一步加大，高端产品同质化竞争日趋加剧。

图 4 中国钢铁工业产业集中度情况



资料来源：Wind 数据库

总体看，目前我国钢铁行业正面临产能过剩、两极分化严重以及产业集中度降低等行业危机，

但是未来我国钢铁行业处于深度调整期,受外部竞争环境日趋激烈和产业结构调整步伐加快影响,钢铁行业将面临兼并重组压力,同时,中央政府加大对钢铁行业的政策支持,以不断推进产业升级,提升钢铁行业集中度,未来我国钢铁行业竞争格局将有所改善。

行业政策

钢铁工业是国民经济的支柱产业,在我国推进工业化和城镇化进程中发挥着重要作用。近年来,国家出台了多项行业规划性政策,以促进钢铁工业的全面、协调和可持续健康发展。

2009年3月,国务院颁布了《钢铁产业调整和振兴规划》,旨在通过钢铁产业调整及振兴规划的实施,促使我国钢铁行业通过淘汰落后产能、联合重组、加强技术改造与进步、增强自主创新能力、提高节能减排成效,将我国钢铁行业总量控制在合理水平。

2010年6月,国务院颁布了《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》(国办发【2010】34号),该文件作出了坚决抑制钢铁产能过快增长、加大淘汰落后产能力度、进一步强化节能减排、加快钢铁企业兼并重组等近十余项工作部署,以进一步落实《钢铁产业调整和振兴规划》,加快钢铁工业结构调整步伐。

2012年9月,工信部发布了《钢铁行业规范条件(2012年修订)》(以下简称《条件》),其中对钢铁企业生产规模做出规定,钢材生产企业的产能、设备、工艺、安全、环保等方面做出严格规定,旨在进一步淘汰落后产能,加强钢铁行业管理,规范现有钢铁企业生产经营秩序,促进行业的有序经营。

2013年,国家相继发布了《国务院关于印发大气污染防治行动计划的通知》(国发[2013]37号)和《国务院化解产能严重过剩矛盾指导意见》(国发[2013]41号)等文件,有关配套政策措施将陆续出台。国家将加大化解产能严重过剩、大气污染防治、淘汰落后等工作力度,各项政策措施的实施将对钢铁产能释放产生一定影响。高强钢筋等高性能钢铁材料将逐步替代低品质钢材,钢材升级换代加速,将进一步促进下游行业减量化用钢。

2014年4月,《中华人民共和国环境保护法》已由中华人民共和国第十二届全国人民代表大会常务委员会第八次会议修订通过,已于2015年1月起施行。新环保法对钢铁行业倒逼力度空前,新标准覆盖从矿石采选、烧结、炼焦、炼铁到轧钢全工序,指标全面细化、趋紧,违法罚款、法律追究更为严厉。目前仍有大量中小钢厂环保设备有待安装,同时相当部分企业现有环保设施较落后,无法达到新标准要求,需要进行改造或增加环保设施。由于国营钢厂环保设备相对健全,新法执行将导致环保漏洞较大的民企吨钢成本增加,行业洗牌将加剧。

总体看,国家的政策主要在于产业结构调整,提高钢铁行业市场集中度,不断提升我国钢铁企业的综合实力,同时强调增强自主创新能力,提升行业整体技术水平,逐步淘汰落后产能。

行业关注

①产能过剩,企业效益两极分化:从企业效益看,2014年重点大中型企业中实现利润前20名企业总体盈利280亿元,占行业利润总额的92%;亏损企业19家,累计亏损116亿元,企业盈利水平两极分化严重。

②银行抽贷、融资问题突出:2014年重点大中型钢铁企业资产负债率为68.3%,同比下降0.8个百分点,但与行业效益最好的2007年相比高出11个百分点;受银行系统严控产能过剩行业和钢铁贸易企业信贷规模影响,银行提高了钢铁行业贷款利率,2014年重点大中型钢铁企业财务费用共计938.3亿元,同比增长20.6%,是企业实现利润的3倍多;部分银行对企业采取了大额抽贷、压贷,已有钢铁企业因此出现停产甚至破产情况。

③出口产品增加,贸易摩擦加剧:2014年,我国出口钢材占全球钢铁贸易量的32.2%,创历

史最高水平，多个国家对我钢材产品采取贸易保护措施。2014 年国外对我钢铁企业发起的贸易救济措施调查达到 40 起，且发起调查国家除原有的欧美发达国家，又增加了亚洲、非洲、拉美发展中国家，范围逐步扩大。

④无票销售扰乱市场，市场公平亟需解决：受行业不景气影响，部分中小企业采取生产地条钢、无票销售等违法违规手段获取市场份额和利润，严重扰乱了市场公平竞争环境，不仅挤压了正规经营企业市场空间，也为落后产能提供了生存空间，不利于行业健康发展。

总体看，我国钢材行业处于发展的瓶颈期，产能过剩导致的国内市场价格下跌以及国际贸易出口增加等一系列问题较为突出，政策引导成为未来行业发展的关键。

未来发展

我国经济发展步入新常态，产业结构调整和优化速度将加快，新常态为钢铁行业产业转型发展提供了外部空间和发展动力，结构调整步伐将进一步加快；国内投资增速下滑，钢铁下游需求短期难有较大改观，但也应该看到，“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带等国家重点战略将对钢材需求起到一定的拉动作用；新环境保护法实施，钢铁企业环保压力将加大，将督促企业加大环保投入，促进企业技术创新；出口退税政策调整，钢材出口略有下降，但与日、韩、德等发达国家相比，我国钢材具有价格优势，国内过剩产能会积极寻求出口。

总体看，2015 年钢材供过于求的现状难以好转、出口将略有降低、钢材价格仍将地位徘徊、钢厂盈利状况难言乐观，钢材市场将依然弱势运行。

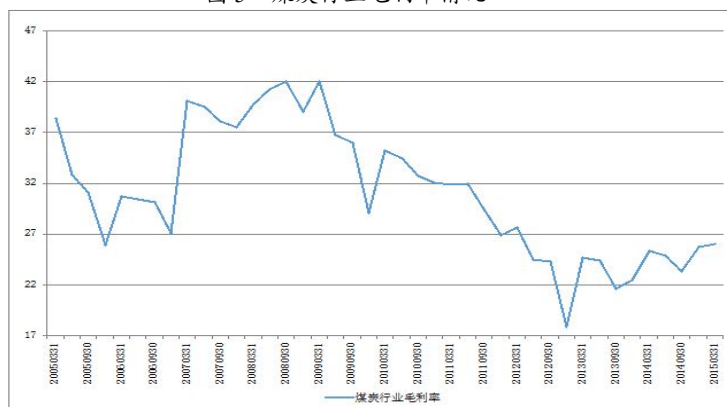
3. 煤炭行业

行业概况

煤炭是中国重要的基础能源和化工原料，煤炭工业在国民经济中具有重要的战略地位。中国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 66.00%，大幅高于 30.06%的世界平均水平。“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家有显著的差别。

受煤炭需求疲软，煤炭库存持续较高水平等因素影响，2014 年国内煤炭价格普遍大幅下降。其中，上半年，在煤炭需求疲软，煤炭库存较高的情况下，煤炭进口仍实现小幅增长，煤炭产量没有能够得到较好控制，再加上龙头煤炭企业多次带头降价，市场信心遭受巨大打击，煤炭价格大幅下降。下半年，虽然煤炭需求仍然疲软，煤炭库存依旧较高，但在有关部门调整煤炭进口关税以及要求各大国有发电集团减少煤炭进口量等多种措施作用下，煤炭进口出现明显回落，在有关部门加强对违法违规和不安全煤矿生产监管的情况下，煤炭产量进一步得到遏制，煤炭市场信心有所恢复，煤价连续回落态势逐步得到遏制。特别是 2014 年 10 月份之后，在龙头煤炭企业带头上调煤价情况下，市场信心得到一定恢复，部分煤种价格出现一定程度回升。

图 5 煤炭行业毛利率情况



资料来源：Wind 数据库

总体看，目前我国煤炭行业处于低迷阶段且受进出口贸易量影响较大，煤炭价格处于较低水平。

行业竞争

长期以来，中国煤炭行业是分散型产业，存在一定程度的过度竞争。分散的市场结构和过度竞争严重制约了煤炭行业的发展，造成了资源的巨大浪费。“高度分散、低级竞争”的煤炭市场格局成为制约业内企业发展的重要外部性障碍。

2008 年金融危机后，随着煤炭价格的大幅下跌和下游需求持续疲软，煤炭行业出现行业性低成本资源重组机遇。中央和各级地方政府适时提出了加快煤炭资源整合的方针，有利于解决产能过剩，提高资源利用效率。

2012 年，随着资源整合的推进，中国煤炭企业原煤产量前十名合计完成原煤产量 14.62 亿元，占比 40.06%。以神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司等为代表的特大煤炭企业产能利用效率保持良好水平，市场占有率和对短期行业价格的影响力持续提升。

2014 年，由于行业不景气，经营压力增大，出现了大面积的行业性亏损，部分资金实力弱的中小煤企业急需通过资产变现以维持现金流，甚至直接退出市场。大型煤炭企业迎来新一轮低成本扩张机遇，中国煤炭行业集中度仍继续提升。

总体看，我国煤炭行业竞争格局以大型企业为主，在经营压力增加时，煤炭行业的产业集中度将不断增加。

行业政策

在总体规划方面，2012 年 3 月，国家能源局主导的《煤炭工业发展“十二五”规划》（以下简称“十二五”规划）出台，主要内容包括：推进煤矿企业兼并重组，发展大型企业集团；规划铁路煤炭运输，调运省际间煤炭；推进瓦斯抽采利用，促进煤层气产业化发展等政策。主要延续了“十一五”期间的政策思路，推进行业兼并重组、加快资源整合、优化产业布局。

在税费改革方面，2014 年 10 月 9 日，财政部和国家税务总局联合发布《关于实施煤炭资源税改革的通知》，自 2014 年 12 月 1 日起，在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费费率降为零；实施煤炭资源税从价计征改革；同时清理涉及煤炭原油天然气的各项收费基金。

在出口政策方面，2004 年，国家发改委、商务部和海关总署联合制订了《煤炭出口配额管理办法》，对煤炭出口实行配额管理，从 2004 年 1 月开始，煤炭出口退税率由 13% 下调至 11%；2005 年 5 月，出口退税率进一步下调至 8%；2006 年 9 月 15 日正式取消煤炭出口退税；2006 年 11 月

开始，对炼焦煤出口征收 5% 的暂定出口关税；2008 年 8 月开始，对所有煤种征收 10% 的暂定出口关税。

在进口政策方面，从 2005 年 1 月开始，将炼焦煤进口关税暂定税率下调为 0，动力煤和无烟煤进口仍然分别征收 6% 和 3% 的进口关税；2005 年 4 月开始，动力煤进口执行 3% 的暂定关税税率；2006 年 11 月开始，将炼焦煤之外的其它煤种进口关税暂定税率统一下调至 1%；2008 年 1 月开始，所有煤炭进口关税暂定税率又下调至 0；2014 年 10 月起，取消煤炭进口零暂定关税，将分别对无烟煤征收 3%、炼焦煤征收 5%、炼焦煤以外的其他烟煤征收 6%、其他煤征收 5%、煤球等燃料征收 5% 的最惠国关税。

总体看，国家的政策主要在于调整进出口政策，以提升国内煤炭市场平均价格水平，保护国内煤炭相关企业利益。

行业关注

①替代能源和煤炭进口的冲击：我国新能源投资汹涌，预计至 2020 年，核电和风电新增发电能力将达 2.3~2.5 亿千瓦时，新增年发电量约相当于 7.78 亿吨标准煤，核电和风能的大量投资势必对煤炭需求形成替代；煤炭进口出现了爆发式增长，预计对“西煤东运”的影响会趋于加大。

②经济增长放缓导致煤炭消费下降：经济减速的原因是投资和消费增速放缓，在进入新常态的过程中，由于增长方式和增长动力要发生转换，经济会减速。新常态下，经济增长动力将发生重大改变。从投资来看，重化工业、房地产开发、基础设施建设都已过了快速增长期，消化过剩煤炭等行业产能之后也只会是平稳增长。

总体看，我国煤炭行业受到宏观经济疲软的影响，以及新能源的替代作用，煤炭行业将进入平稳发展期。

未来发展

短期来看，煤炭市场供大于求不会根本改变。煤炭企业经营环境短期内不会发生变化。甚至在 2015 年会继续下滑，因为新电改的电价下调对煤炭行业价格水平带来了负面冲击以及铁路运价调整导致煤炭运输成本增加。

从中长期发展来看，由于我国的能源结构特殊，因此煤炭在整个能源领域的地位没有改变，行业发展仍然还有空间。首先，重点发展煤炭清洁利用，支持超低排放的改造(神华已经在进行超低排放的示范项目)。在不可避免的环节进行改造，如对锅炉改造，目前已经有河北省示范项目锅炉改造成功；其次，IT 前沿技术的引入将推动煤炭行业信息化建设的快速发展。我国煤炭行业信息化水平的逐步提升将使软件及服务投入占煤炭行业信息化总投入的比例稳步提高，为煤矿安全生产及管理决策提供了快速、全面、有效的支持，形成了统一、集成的一体化平台，按信息化及自动化的应用水平，可将煤矿信息化建设过程分为数字煤矿、智慧煤矿及无人(少人)煤矿三个阶段。

总体看，2015 年煤炭行业供过于求的现状不会改变，甚至由于新电改的实施煤炭价格将会进一步下跌，煤炭行业企业利润将继续低位徘徊。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为浙江省唯一一家省级国有资本运营公司，拥有政策性支持，可以优先参与省属企业的资本运营等项目，具体来看分为国有资产运营处理、国有股权管理和国有资本投融资等三大板

块，公司的上述职能定位于 2014 年 9 月由浙江省委省政府出台的 24 号文件明确。

公司拥有 7 家一级子公司，其主营业务主要以控股子公司浙建集团、浙江物产和物产中拓为依托，覆盖建筑、商贸流通、房地产、租赁等多个行业。其中，浙建集团是浙江省最大的建筑业企业，集团现已形成了以建筑施工、基建投资为主，工业制造、海外发展和现代服务业为辅的业务格局。近年来，浙建集团连续入选 ENR 全球 250 家最大国际承包商、中国承包商 60 强、中国企业 500 强，并拥有房建施工总承包特级资质 3 项，钢结构制造特级资质 1 项，曾获鲁班奖 30 项、国家优质工程奖 39 项、詹天佑大奖 2 项。浙江物产是国家 120 家大型企业试点企业集团和 20 家重点培育发展的大型流通企业以及浙江省政府确定的 26 家重点流通企业之一，在 2011~2014 年连续四年成功入围世界 500 强（分别位列 484 位、426 位、364 位、345 位），连续十一年进入中国企业 500 强前百位（2014 年位列第 63 位），连续十一年位列浙江省百强企业前两位（其中，2009~2014 年均位列第 1 位），在服务业企业的分类排名中浙江物产位居全国“综合性内外商贸及批发零售业”之榜首。物产中拓为湖南省大宗商品流通行业的第一家上市公司，在钢铁、汽车等板块拥有强大的供销网络，在 2014 年中国 500 强企业中排名 216 位，在湖南省 2014 年百强企业中排名第 13 位，生产资料流通领域排名第 1 位，同时公司紧抓移动互联网时代的大势，积极运用互联网技术，建立了电商平台“中拓钢铁网”，2014 年全年的线上交易总量已突破 280 万吨。

总体看，公司拥有浙江省政府的政策支持，下属主要子公司均在各自行业具有良好的规模优势。

2. 人员素质

截至 2015 年 3 月底，公司董事、监事以及其他高级管理人员共计 11 人，均有丰富的行业从业经验，熟悉行业的整体状况和公司的运营发展情况，具有丰富的管理经验。

董事长余兴才先生，1963 年 2 月生，研究生学历，中共党员。2007 年 2 月至 2011 年 4 月，担任公司总经理；2011 年 5 月至 2014 年 12 月，担任公司董事长、总经理；2015 年 1 月至今，担任公司董事长。

总经理徐方根先生，1961 年 10 月生，本科学历，中共党员。1981 年 8 月参加工作；曾任金华市经贸委副主任、金华市国资委主任、金华市政协常委主任、金华市民宗委主任等职；2015 年 1 月至今，担任公司董事、总经理。截至 2015 年 3 月底，公司本部共有在职员工 22 人。从岗位构成情况看，其中管理人员占比 72.7%，其他人员占比 27.3%；从文化素质方面看，硕士及以上学历占比 9%，本科学历占比 82%，大专学历占比 9%；从年龄构成看，30 岁以下员工占比 18%，30~50 岁之间员工占比 64%，50 岁以上员工占比 18%。

总体看，公司管理层人员专业素质较高，经营管理经验丰富；公司的人员构成与公司业务特征相符，能满足日常工作需要。

3. 外部环境

浙江是中国经济比较发达的沿海对外开放省份。浙江工业基础较好，以轻工业、加工制造业、集体工业为主。改革开放以来，乡镇企业异军突起，1995 年底，乡镇工业已占全省工业总产值的四分之三。2014 年，面对严峻复杂的外部环境和经济下行压力，浙江省全年经济运行平稳健康，主要经济指标处于中高速增长合理区间，结构、效益持续向好。2014 年，浙江省全年生产总值(GDP) 40,154 亿元，比上年增长 7.60%。全年规模以上工业增加值 12,543 亿元，比上年增长 6.9%；固定资产投资 23,555 亿元，比上年增长 16.6%；全年社会消费品零售总额 16,905 亿元，比上年增长

11.7%；全年进出口总额 3,551.5 亿美元，比上年增长 5.8%。

2014 年浙江省全年财政总收入 7,522 亿元，比上年增长 8.9%，增速比上年提高 1.1 个百分点；地方公共财政预算收入 4,121 亿元，增长 8.5%，增速比上年回落 1.8 个百分点。

总体看，公司绝大多数子公司所处的浙江省区域经济较为发达，为公司发展提供了良好的外部环境。

4. 政府支持

根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会文件《关于同意浙江省浙商资产管理有限公司 30%国有股权无偿划转的批复》（浙国资产权）（2013）66 号），2013 年无偿划入浙江省浙商资产管理有限公司 30%的股权，增加其他资本公积 6.20 亿元。

根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会文件《关于省综合资产经营公司 2014 年国有资本经营预算支出项目的批复》（浙国资考核（2014）21 号），2014 年公司收到新设产业投资基金项目资本性支出 1.00 亿元，相应增加其他资本公积。

根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会文件《关于同意无偿划转长广集团公司下属两家墙材公司股权的批复》（浙国资产权）（2014）73 号），2014 年无偿划入广德长广新型墙体材料有限公司 100%股权和浙江长建新型墙体材料有限公司 55%股权，增加其他资本公积 0.64 亿元。

2014 年 12 月 26 日，浙江省政府印发的《浙江省人民政府关于省物产集团深化改革整体上市总体方案的批复》，同意将剥离非上市资产后的浙江物产约 60%-65%国有股权无偿划转给公司。2015 年 1 月 6 日，浙江省人民政府国有资产监督管理委员会印发《浙江省国资委关于无偿划转省物产集团公司 62%国有股权的通知》，同意将浙江物产 62%国有股权，以 2014 年 9 月 30 日为基准日，按经审计后账面数无偿划转给公司。

总体看，公司作为浙江省国有资本运营的国有独资公司，在经营过程中享受政府无偿资产划拨的支持，对公司的经营发展具有积极作用。

五、公司管理

1. 治理结构

公司系国有独资公司。根据《公司法》、《公司章程》的规定，公司不设股东会，浙江省国资委作为出资人，行使股东会职权，浙江省国资委可以授权公司董事会行使部分出资人职权。公司设董事会，董事会成员由 3~7 名¹董事会成员组成，其中职工董事 1 名，董事会成员除职工董事外，由浙江省国资委按有关程序派出，职工董事根据有关规定由公司职工代表大会（或职工大会）选举产生；公司设监事会，由 5 名监事组成，其中 3 名成员由浙江省国资委按有关程序派出，2 名成员由职工代表大会（或职工大会）选举产生；公司设总经理 1 名，总经理人选由省国资委提议，经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。公司设副总经理若干名。根据业务发展需要经省国资委批准，可设总工程师、总经济师、总会计师、总法律顾问等其他高级管理职位，协助总经理开展工作。总经理、副总经理任期 3 年，经考核合格可续聘。总经理、副总经理等组成公司经营班子。其中，总法律顾问应当直接对企业法定代表人或者总经理负责，列席企业董事会、总经理办公会等重要会议。

总体看，公司法人治理结构相对简单，实际运行状况良好。

¹章程中规定为 3~7 名董事，目前实际董事为 4 名。

2. 管理体制

截至 2015 年 3 月底，公司本部设有办公室（党群工作部）、资本运营部、资产管理部、财务部和风险管控部（纪检监察室）共 5 个部门，部门职能清晰。公司核心管理团队从事相关管理工作多年，行业经验丰富，具有高素质的管理团队。

在财务管理方面，公司设置了财务总监领导下的独立的财务会计机构—财务部，建立了独立的会计核算体系，制订了《财务资产管理制度（试行）》、《费用管理办法》、《货币资金管理办法》、《职工差旅费开支管理办法》、《全面预算管理暂行办法》等一系列财务会计管理制度以加强公司财务管理，保证了会计工作的有序开展以及相关财务报告的及时、准确、完整，规范了财务报告的编制，提高了财务报告使用效益。

在投资管理方面，公司通过《公司章程》、《董事会议事规则》、《总经理办公会议事规则》、《不良资产管理办法》、《出资企业股权管理办法（试行）》等对投资活动进行管控。对于公司重大经营战略、重大项目安排、大额度资金运作事项等重大交易或事项，主要采取董事会、总经理办公会等会议形式决策，事先组织进行可行性研究和风险评估，听取专业管理部门和有关专家意见，按照《公司章程》等制度确定的审批权限审批后方可实施。

在运营管理方面，为了规范公司及控股子公司项目实施运营管理，确保公司及控制子公司对销售及采购环节实施合理有效的管理和控制，并控制和防患签约合同的各类风险，公司及控股子公司制定了《经营管理条例》、《银行授信、贷款、担保、抵押管理办法》、《投资管理制度》、《质量管理工作条例》等一系列针对项目运营、销售采购活动、具体合同评审的规范制度，公司管理层根据相应制度，对日常运营事务进行规范管理。

在内部控制方面，公司设立风险管控部（纪检监察室），负责公司内部风险控制、法律事务、内部审计监督、纪检监察、投资后评估等工作。公司子公司成立业务风险评估管控小组，不定期召开风险评估、排查联席会议，对供应商钢厂等产能设备和环保环评等进行风险排查，提高风险防范意识。

建筑工程项目管理方面，公司直接掌控项目的人、财、物、资金、成本、索赔和合约履行等信息与审批，分公司领导层不准承包项目，限制联营项目，消除亏损项目，重点重大项目做到子公司直管；推行项目责任人担保制度；对采供商建立统一平台并实施和推广黑名单制度；建立健全项目印信管理制度，确保集团各项目的印信全部纳入监控范围。

总体看，公司机构设置较为合理，建立了一套管理制度机制，能够满足公司的日常经营需要，但是在子公司管理方面，公司由于作为浙江省国有资本的运营平台，下属主要子公司的运营相对独立，公司未来在子公司管控方面采取的措施值得关注。

六、经营分析

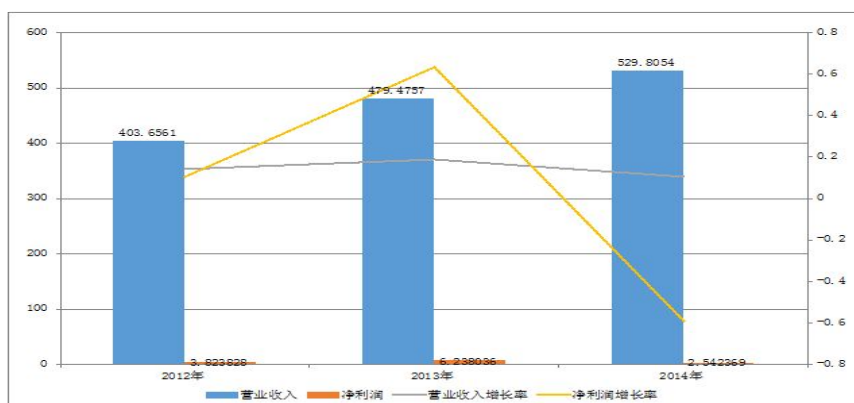
1. 经营概况

公司是浙江省人民政府授权的国有资产投资和经营主体，其拥有的主要下属子公司主营业务围绕建筑业、商贸流通业、房地产业、租赁和商务服务业四大业务板块展开，其中建筑业、商贸流通业是公司的主要经营领域。公司通过下属子公司浙建集团从事房建工程施工、交通市政施工、BT资本运营等工程施工服务业务，同时，通过下属子公司物产中拓、浙江物产从事以钢材、煤炭、化工产品、汽车销售及售后服务为主要品种的大宗商品供应链集成服务业务。

2012~2014年公司实现营业收入分别为403.66亿元、479.48亿元和529.81亿元，年均复合增长

率为14.57%，主要系公司经营规模的扩大所致；2012~2014年公司实现净利润分别为3.82亿元、6.24亿元和2.54亿元，呈现波动式变化。其中，2014年公司在营业收入增长10.50%的情况下净利润反而下降59.24%，主要系公司收购物产中拓、下属子公司富物资产收购物产新疆、迁安物流等九家公司而转入的坏账准备引起净利润下降所致。公司近三年营业收入、净利润及其增长变动情况如下图所示。

图6 公司近三年营业收入、净利润及其增长变动情况（单位：亿元）



资料来源：联合评级整理

公司主营业务收入逐年高速增长，近三年分别为399.04亿元、475.70亿元和524.28亿元，占营业收入的比重分别为98.95%、99.21%和98.96%，主营业务十分突出。从公司主营业务收入的构成和盈利情况来看（见下表），工程施工业务和产品销售业务是公司营业收入的主要构成部分，其他业务板块占比相对较小。2012~2014年，公司工程施工收入规模逐年扩大，其占比分别为87.59%、88.59%和88.39%，占比保持在相对稳定的水平，其毛利率处于行业平均的稳定水平。

近三年，公司工程施工板块毛利率分别为5.94%、5.95%和6.31%，基本保持稳定水平；产品销售板块毛利率分别为10.65%、8.74%和8.38%，销售规模扩大但毛利率呈现逐年下降的趋势，主要系煤炭、钢铁等主要贸易产品价格水平下降所致；房产销售板块毛利率分别为27.24%、26.79%和31.71%，呈现稳中上涨的趋势，主要系房地产行业逐渐回暖所致。

表2 2012~2014年公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2012年			2013年			2014年		
	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率	收入	收入占比	毛利率
工程施工	349.50	87.59	5.94	421.40	88.59	5.95	463.43	88.39	6.31
产品销售	27.87	6.98	10.65	36.72	7.72	8.74	39.16	7.47	8.38
劳务服务	5.11	1.28	6.60	5.10	1.07	4.23	7.89	1.50	5.94
房产销售	13.25	3.32	27.24	7.95	1.67	26.79	8.90	1.70	31.71
旅游服务	2.10	0.53	2.18	2.32	0.49	2.58	1.94	0.37	4.16
设计业务	0.60	0.15	48.08	0.70	0.15	41.90	0.75	0.14	44.03
融资租赁	0.03	0.01	93.04	0.37	0.08	56.30	0.94	0.18	56.64
设备租赁	0.20	0.05	64.62	0.25	0.05	71.82	0.31	0.06	40.85
房屋租赁	0.09	0.02	22.03	0.48	0.10	66.07	0.67	0.13	64.40
合计	399.04	100.00	7.06	475.70	100.00	6.67	524.28	100.00	7.14

资料来源：公司提供

注：公司2014年完成收购物产中拓46.13%股份并纳入合并报表；2015年无偿划转给公司浙江物产62%的国有股权并纳入合并报表范围。

2015年1~3月，公司实现营业收入和净利润分别为567.63亿元和5.39亿元，实现了较好的经营成果。

总体来看，公司建筑业务毛利一直是公司最稳定的利润来源，公司建筑业务将会继续保持稳定增长，但受宏观经济运行以及国内固定资产投资放缓影响，其无法对公司未来经营业绩的快速增长提供有力支持；随着公司商贸流通业务的快速发展，从毛利率的角度看，商贸流通业务对公司贡献已经逐步超过建筑业务，成为公司经营业绩的主要来源，特别是物产中拓、浙江物产纳入合并范围后，公司商贸流通业务将会进入新的发展阶段，对公司的毛利贡献将进一步提高，也将为公司业绩的提高奠定基础。

2. 重要子公司—浙建集团

公司持有浙建集团 70%的股权，是公司主要的盈利来源之一。浙建集团历经 65 年的发展，形成了房屋建筑施工、房地产开发、交通市政、工业制造、实业投资和海外投资发展的六板块格局，近年来又新培育了商贸物流、融资租赁等生产性服务业，覆盖了建筑产业的上下游，已经发展成为产业链完整、专业门类齐全、市场准入条件好的大型企业集团。

浙建集团 2012~2014 年的营业收入分别为 403.53 亿元、478.99 亿元和 528.41 亿元，年均复合增长率为 14.43%，主要系业务的扩张所致；其中，2012~2014 年主营业务收入占比分别为 94.27%、94.45%和 94.77%，占比水平较高，主营业务十分突出。

从营业收入来看，2012~2014 年浙建集团房建工程施工收入分别为 328.41 亿元、395.87 亿元和 437.43 亿元，年均复合增长率为 15.41%，主要系营业规模扩张所致；2012~2014 年浙建集团交通市政施工收入分别为 21.09 亿元、25.53 亿元和 26.00 亿元，年均复合增长率为 11.03%，主要系营业规模扩张所致。

从毛利率来看，2012~2014 年浙建集团房建工程施工毛利率分别为 6.29%、6.30%和 6.67%，呈现小幅上升趋势，主要系房地产行业回暖所致；交通市政施工毛利率分别为 6.65%、6.74%和 7.86%，保持稳定上涨水平。具体情况见下表。

表 3 浙建集团近三年以及 2015 年第一季度经营业务构成情况（单位：亿元、%）

主要板块	2012 年度		2013 年度		2014 年度		2015 年 1~3 月	
	营业收入	营业毛利率	营业收入	营业毛利率	营业收入	营业毛利率	营业收入	营业毛利率
房建工程施工	328.41	6.29	395.87	6.30	437.43	6.67	120.11	6.29
交通市政施工	21.09	6.65	25.53	6.74	26.00	7.86	5.14	6.14

资料来源：公司提供

2015 年 1~3 月，浙建集团房建工程施工和交通市政施工的营业收入合计达到 125.24 亿元，主营业务集中度有所提升。

浙建集团主营业务收入主要由房建工程施工板块、房地产板块、交通市政工程板块、工业制造板块和其他业务板块构成。其中，其他业务板块收入主要来自劳动服务业、旅游服务业、设计业务、设备租赁业务及其他业务等，较为分散，故以下不作为板块单独分析。

房建工程施工板块

近年来，浙建集团先后建设了浙江省人民大会堂、杭州萧山国际机场航站楼等一批精品房建工程，累计竣工面积 1 亿多平米，并且多项工程获省部级以上优质工程、国家级优质工程奖。

业务模式：（1）浙建集团的国内项目主要通过参与公开举行的招投标获得房建工程施工项目，

下属子公司经营部门分别就项目参与投标。对于出现多家子公司参与同一项目竞标情况或造价较高的重大项目，由浙建集团生产经营部统一协调各子公司参与投标，以避免系统内部竞标导致损失。中标后的项目主要以建设单位自行施工为主，但对于中标的重大项目涉及专业施工部分，为有效利用其他专业公司的相对优势，在经过建设单位认可的条件下，在符合法律法规要求对专业施工部分（主要是涉及大型钢结构和桩基部分）采用分包方式包给具有相应资质的企业；（2）海外业务的开拓与承揽统一由其下设的海外部负责，具体包括市场调研、市场开发以及与当地政府建立业务合作关系。承揽业务模式是先由海外部负责寻找和挖掘海外市场上施工项目招标信息，进行前期接触和初步判断，认为可行的，则再交由国内工程总承包部负责制定具体招标计划，由海外部负责参与当地工程的公开招标。

原材料采购：在钢材采购方面，自 2010 年开始，公司设立浙江建设金属有限公司作为下属子公司钢材采购集中平台，目前基本实现了钢材集中采购模式。在水泥和其他建筑材料采购方面，目前主要由子公司根据项目当地情况自行采购，未来计划通过商贸物流公司实现大宗建材的集中采购，进一步降低采购成本。原材料采购结算方式主要采用现款、承兑汇票、赊购等。

房建项目结算模式：浙建集团承接的国内和海外房建项目均采用项目投标方式，在签订的合同中对预付工程款的数额、支付时限及抵扣方式，工程进度款的支付方式、数额及时限，工程施工中发生变更时，工程价款的调整方法、索赔方式、时限要求及金额支付方式，工程竣工价款的结算与支付方式、数额及时限都有明确的约定。

2012~2014 年，浙建集团的新开工面积分别为 1,304 万平方米、1,800 万平方米和 1,500 万平方米。2014 年，浙建集团房建施工面积达到 5,600 万平方米，在手未完工的合同金额高达 380 亿元；2015 年 1~3 月，浙建集团的新开工面积为 329 万平方米，房建施工面积达到 4,800 万平方米，截至 2015 年 3 月底，浙建集团在手未完工的合同金额为 480 亿元，具体情况见下表。

表 4 房建工程经营情况

指标	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年 1~3 月
新开工面积（万平方米）	1,304	1,800	1,500	329
施工面积（万平方米）	4,507	5,198	5,600	4,800
竣工面积（万平方米）	1,062	1,218	1,150	167
在施工中标项目数量（个）	739	840	730	631
在手合同金额（亿元）	487	370	380	480
竣工率	23.56%	23.43%	20.54%	3.48%

注：竣工率=竣工面积/施工面积

资料来源：公司提供

从区域上看，浙建集团在大力开拓省内外建筑施工市场的同时，也积极承揽海外施工业务，目前其海外业务主要分布在阿尔及利亚、香港、新加坡等国家和地区。2012~2014 年及 2015 年 1~3 月，海外业务新签合同额分别为 29 亿元、42 亿元、106 亿元和 31 亿元；业务收入分别为 10.52 亿元、10.56 亿元、25.09 亿元和 7.80 亿元。浙建集团海外业务主要选择在政治环境较为稳定，风险较低国家和地区，业务运营较为稳定。

总体来看，房建工程施工是浙建集团的主要业务板块和基本收入来源。公司施工能力不断提高，施工规模稳定上升。

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，占浙建集团业务比重较低，2012~2014 年收入分别为 21.09 亿元、25.56 亿元和 26.63 亿元，呈现逐年上涨趋势；板块收入占主营业务收入比重分别为 5.29%、5.34%和 5.04%，呈现波动式下降趋势，主要系

受该板块竞争较激烈，业务增长速度受到一定限制所致。随着城市化进程的不断推进，交通市政业务发展空间广阔。未来，浙建集团将着重开拓地铁、轻轨建设市场，推动交通市政业务发展。

工业制造板块

浙建集团工业制造板块包括建筑设备制造和建筑材料制造，主要产品包括钢结构、管桩、混凝土、地铁管片、建筑应用的塔式起重机、施工升降机等，主要从事工业制造的下属子公司有浙江省建设机械集团有限公司、浙江省天和建材集团有限公司、浙江省二建钢结构有限公司和浙江汇元钢构工程有限公司等，其中浙江省建设机械集团有限公司主要从事建设工程机械、电力施工机械制造，被评为国家高新技术企业，近年来产品一直供不应求，居浙江省起重机行业前列；浙江省天和建材集团有限公司主营混凝土、建筑构件等。

浙建集团工业制造板块主要依托建筑施工业务，充分发挥了产业链协同效应，近年来收入规模持续上涨，盈利水平保持较高水平。其中，毛利润的变动趋势与其业务收入变动趋势一致，且该板块毛利贡献度相对平稳，是浙建集团毛利润主要来源之一，也是浙建集团不断调整业务结构的结果。预计随着公司建筑业务的不断发展，工业制造业务收入也将继续增长。

房地产开发板块

房地产开发是浙建集团近年来为提高盈利能力而开拓的新业务板块，浙建集团房地产开发经营区域主要在杭州，并逐步向宁波等浙江省内经济发展水平较高、居民支付能力较强的城市发展。在产品类型方面，浙建集团定位于开发满足刚性需求的中端商品住宅为主。由于错过房地产行业发展高峰，浙建集团对房地产开发项目经验积累较少、品牌知名度较低。浙建集团目前从事房地产开发的主要下属企业为浙江省浙建房地产集团有限公司。

总体看，浙建集团作为浙江省建筑行业的龙头企业，资质齐全，涵盖了设计、施工、工业制造等各个板块，建造了一系列品牌建筑，并且积极拓展海外市场，紧跟国家政策寻找新的业务增长点。

3. 重要子公司—浙江物产

2014年12月，浙江省政府印发的《浙江省人民政府关于省物产集团深化改革整体上市总体方案的批复》，同意将剥离非上市资产后的浙江物产约60%~65%国有股权无偿划转给国资公司。2015年1月，浙江省国资委印发的《浙江省国资委关于无偿划转省物产集团公司62%国有股权的通知》，浙江省国资委将浙江物产62%国有股权，以2014年9月30日为基准日，按经审计后账面数无偿划转给国资公司。

公司持有浙江物产62%的股权，是公司主要的盈利来源之一，经过多年持续发展，浙江物产市场网络分布广泛，以浙江省为主要市场，布局长三角、珠三角、环渤海湾等国内重要经济区域市场，连接东南亚、中东、欧盟、美国等国际市场。

浙江物产以金属材料、汽车、能源（煤炭和油品）、国际贸易、化工、现代物流六大板块为主业，同时发展主业相关的加工生产、物业、期货经纪、市场管理、汽车维修及租赁等服务业。

其中，浙江物产以大宗商品贸易为最重要的主营业务之一，近三年浙江物产贸易的具体情况见下表：

表 5 浙江物产主要进出口贸易情况汇总表 (单位: 万吨)

	2012 年			2013 年			2014 年		
	进口量	出口量 (含转 口量)	销售量	进口量	出口量 (含转 口量)	销售量	进口量	出口量 (含转 口量)	销售量
钢材	1.28	80.13	1,998.74	5.01	167.22	2,364.06	0.84	259.38	2,534.96
铁矿石	1,366.97	309.95	1,538.12	1,505.77	191.42	1,689.60	1,230.48	469.68	2,476.72
化工产品	12.95	20.74	195.99	13.02	34.83	278.43	12.70	34.01	308.43
煤炭	267.44	74.33	3,809.89	130.33	165.23	4,273.19	51.22	--	3,614.81

注: 上述数据不包含物产中拓、物产新疆等剥离资产范围的业务数据。

资料来源: 公司提供

钢材业务板块

近年来, 浙江物产按照“战略升级、提升发展”的要求对经营业态进行了调整优化, 采用连锁分销、配供配送以及供应链相结合等多样化的经营方式, 调整优化后, 钢材板块主要包括以下经营业态: (1) 连锁分销。创新实践钢材连锁经营, 打造“浙金钢材连锁”品牌, 推进全国分销服务网络形成。在事业部层面统一设置采购部门, 从上游供应商统一采购, 分别设置销售部门从连锁渠道进行分销, 统一物流外包。连锁分销有助于提升与供应商的议价能力、稳定采购, 提升市场占有率, 扩大终端销售。(2) 配供配送。包括项目配供和产品配送, 项目配供是指直接对某一具体工程项目所需物资进行配供服务, 如: 高速公路建设、桥梁建设、房地产项目等; 产品配送是指为直接用于消费的生产企业等提供物资供应服务, 如: 钢厂、水泥厂、造纸厂、发电厂等。(3) 供应链服务。指围绕供应链客户既提供原材料, 又销售其产品, 并提供物流、金融、信息、商务、技术等集成服务的模式。一方面可以锁定成本, 防止供应商企业恶意抬高价格, 另一方面也可以稳定客源, 取得多个环节的利润。

与浙江物产业务往来频繁的销售客户主要有: 山西潞安煤炭经销有限责任公司、甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司、五矿钢铁有限责任公司、新兴际华黄石现代物流有限公司、阳泉煤业集团国际贸易有限公司、嘉峪关大友企业公司商贸公司、金海重工股份有限公司等。

浙江物产 2012~2014 年钢材业务板块受到近年来国家政策对钢铁行业的宏观调控对钢材价格波动影响较大, 尤其体现在对钢贸类企业的影响; 另一方面, 近年来国家出台了一系列针对房地产行业的宏观调控政策, 压缩了钢材的市场需求, 进而压缩了浙江物产钢材业务板块盈利空间。

汽车业务板块

浙江物产元通汽车集团有限公司是浙江物产控股的经营管理汽车销售业务的主要子公司, 主营业务有机电设备、汽车 (含小轿车)、摩托车及其配件、金属材料、五金交电化工的销售及相关进出口业务。汽车板块的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。

浙江物产主要盈利模式为依托强大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。建店期, 公司根据汽车销售品牌体系建设的需要向汽车生产厂家申报品牌, 汽车生产厂家审核公司的准入条件通过后同意公司申报, 同时要求公司交纳一定金额的汽车 4S 店建店保证金。公司建造 4S 店采用自建或租赁的方式, 通常采用招投标方式建造汽车 4S 店。汽车生产厂家根据汽车 4S 店的建设进度, 陆续将建店保证金退还公司。运营期, 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。

表 6 浙江物产汽车板块情况汇总表

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
汽车销售量（辆）	154,187	154,043	144,872	33,838
4S 店数量（个）	137	132	124	115
其中：浙江省内（个）	126	120	113	104
浙江省外（个）	11	12	11	11

注：上述数据不包含物产中拓、物产新疆等剥离资产范围的业务数据。

数据来源：公司提供

浙江物产主要上游供应商有：上汽通用汽车销售有限公司、上海上汽大众汽车销售有限公司、一汽大众销售有限责任公司（大众）、一汽-大众销售有限责任公司（奥迪）、北京现代汽车有限公司、长安福特汽车有限公司销售分公司、东风日产汽车销售有限公司、广汽丰田汽车有限公司、郑州日产汽车有限公司、中国进口汽车贸易有限公司等。

浙江物产主要的汽车销售品牌包括上海通用、上海大众、奥迪、奔驰、一汽大众、北京现代、进口大众、长安福特、东风日产、进口 JEEP、进口雷克萨斯等。

总体看，公司汽车销售具有较为成熟的运营模式，在浙江省内具有较强的竞争优势。

煤炭业务板块

浙江物产近年来的煤炭板块购销和盈利模式主要如下：（1）集购分销模式。采购部门集聚中小客户和内部销售部门的需求，集中向国内、国外供应商采购，通过销售部门分销给终端或流通用户，或采购部门自行分销给中小客户；（2）供应链服务模式。根据供应商和客户需求，通过嵌入金融、物流、信息等服务，或延长供应链，实现多点盈利；（3）煤炭加工服务模式。利用港口、煤场等有利条件，通过配煤、筛煤等简单的物理加工服务，满足下游客户多样化需求，提高煤炭附加值，争取利润最大化；（4）代理模式。通过与国内外供应商、终端客户达成代理协议，为供应商代理销售煤炭，为终端客户代理采购煤炭；（5）物流集成运作模式。由浙江物产总部与港口、海运等物流企业签订战略合作协议，由浙江物产物流部统一协调海运租船业务，船型选择等方式，实现费率优惠，降低物流成本。

主要煤炭供应商有：神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团公司、山西焦煤集团有限责任公司、神华宁夏煤业集团有限责任公司、中煤集团山西金海洋能源有限公司、内蒙古伊泰集团有限公司等。

主要下游企业则主要是热电、化工、钢铁企业等能源消耗性企业有：中国国电集团公司、中国华能集团燃料有限公司、浙江浙能富兴燃料有限公司、广东电力工业燃料有限公司、南方水泥有限公司、浙电集团公司、杭钢集团公司、杭州江东富丽达热电有限公司、中国电力投资集团公司等。

总体看，钢材和汽车销售作为传统优势业务近年来所占比重稳定，成为浙江物产长期稳定的收入来源。煤炭、化工等产品销售作为浙江物产的重要收入来源，虽然所占比重相对较低，但增长速度较快，成为浙江物产新的利润增长点。

4. 重要子公司—物产中拓

公司持有物产中拓 46.13%的股权，是公司主要的盈利来源之一，物产中拓为湖南省大宗商品流通行业的第一家上市公司，在钢铁、汽车等板块拥有强大的供销网络，在 2014 年中国 500 强企业中排名 216 位，在湖南省 2014 年百强企业中排名第 13 位，生产资料流通领域排名第 1 位，同时公司紧抓移动互联时代的大势，积极运用互联网技术，建立了电商平台“中拓钢铁网”，2014

年全年的线上交易总量已突破 280 万吨，相较上年同期增长 8 倍，成效显著。物产中拓经过十多年的发展，在贸易业务领域建立了极为重要的上下游资源优势，是湖南省最大的贸易企业。物产中拓钢材销售网络主要包括湖南、湖北、广西、云南、贵州、四川、甘肃、重庆等八省市。为避免同业竞争，浙江物产及其从事钢铁贸易业务的子公司物产国际不再在以上八省市中开展钢铁贸易业务，并确保其新的投资领域和发展方向与物产中拓主营业务和经营区划不重叠。以上八省市都处于中西部，业务增长空间较大，市场饱和度相对低，具有良好的发展前景。

物产中拓以钢铁贸易和汽车经营为两大主业，经营范围涉及钢铁贸易、汽车销售、出租车、仓储物流四大业务板块。钢铁贸易方面，物产中拓在湖南、湖北、广西、云南、贵州、四川、甘肃、重庆等中西部地区构建了完善的钢铁分销网络；汽车经营方面，物产中拓通过整合社会要素资源，强化厂商合作，拓展湖南省内市场。同时，物产中拓业务还涉及出租车、仓储物流等多元业务。

表 7 物产中拓近三年以及 2015 年第一季度主营业务构成情况表（单位：亿元、%）

业务板块	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
商业	228.45	92.09	37.03	85.62	195.84	88.96	37.03	85.63
汽车销售与服务	19.22	7.75	6.08	14.06	23.84	10.83	6.08	14.05
出租车	0.21	0.08	0.10	0.23	0.36	0.16	0.10	0.24
物流	0.06	0.02	0.04	0.09	0.10	0.05	0.04	0.08
酒店	0.14	0.06	--	--	--	--	--	--
合计	248.08	100.00	43.25	100.00	220.14	100.00	43.25	100.00

数据来源：公司提供

商业板块

物产中拓的商业业务主要集中于本部及 7 家核心子公司：湖北中拓博升钢铁贸易有限公司、湖南中拓博长钢铁贸易有限公司、贵州中拓钢铁有限公司、云南中拓钢铁有限公司、广西中拓钢铁有限公司、四川中拓钢铁有限公司、重庆中拓钢铁有限公司。物产中拓商业业务主要为国内贸易和出口业务，2013 年度国内贸易营业收入约占商业板块营业收入的 97.55%；商业板块的主要经营品种有钢材、铁合金、锰矿、焦炭及烟煤、镍矿、铁矿砂、水泥、化肥等，钢材商业是物产中拓最主要的商业产品，2014 年，物产中拓的钢材销售量为 642.48 万吨，钢材贸易占商业板块营业收入的 79.58%，保持较大贸易规模。

钢材贸易是物产中拓最主要的贸易产品，2014 年钢铁贸易行业延续了 2012 年以来的低迷态势，钢材价格大幅下降，但是物产中拓凭借完善的销售网络，在贸易量上仍然保持较大规模。同时还经营铁合金、锰矿、焦炭及烟煤、镍矿、铁矿砂、化肥等产品，具体情况见下表。

表 8 2014 年度各产品经营情况表（单位：万元、%）

产品	营业收入	营业成本	毛利润	毛利润率
钢材	1,751,757.47	1,712,270.48	39,486.99	2.25
铁合金	1,415.76	1,409.37	6.39	0.45
锰矿	799.27	841.20	-41.93	-5.25
焦炭及烟煤	61,858.16	60,993.84	864.32	1.40
镍矿	48,255.87	49,518.02	-1,262.15	-2.62
铁矿砂	88,539.40	87,397.88	1,141.51	1.29
化肥	5,749.86	5,606.30	143.56	2.50
沥青	20.10	20.10	0.00	0.00
广告业	16.65	13.55	3.10	18.62
总计	1,958,412.54	1,918,070.75	40,341.79	2.06

资料来源：公司提供

物产中拓的钢材贸易模式为代理和自营相结合，其中代理约占 23%，自营约占 77%。代理模式主要是指接受下游二级代理商或客户的采购委托，并与其商定销售价格，物产中拓再向钢厂采购相应数量的钢材，从中赚取一定代理服务费；该种经营模式大大降低了价格风险和库存风险，同时使钢材销售具有较为稳定的渠道。自营模式则是物产中拓先行采购钢材，再寻找客户进行下游销售，从中赚取买卖差价。

从上游情况看，物产中拓内贸采购按照以销定产的原则，根据订单进行采购商品。同时对于钢材、铁矿砂等大宗商品采购，为了争取上游客户的价格及政策优惠。物产中拓钢铁贸易板块主要在华东地区和中西部的湖南、湖北、广西、云南、贵州、四川、甘肃、重庆及天津等，与区域市场构建了完善的钢铁分销网络，并与当地主流钢厂建立了稳定的合作关系。

物产中拓上游客户集中度相对较高，2014 年度前十名供应商采购金额为 93.65 亿元，占商业板块全部采购额的 47.78%；2015 年 1~3 月前十名供应商采购金额为 20.96 亿元，占商业板块全部采购额的 56.59%。

钢铁贸易的销售方面，以配送终端客户为主，主要参与所在各地国家投资的重点工程项目，包括高铁、高速公路、桥梁建设、保障房建设、城市综合体、市政建设及部分优质房地产企业开发的房地产建设项目，下游客户以中铁、中交、中建各级分子公司，各省市交投、铁投等大型施工企业。

从下游情况看，2014 年度，物产中拓内贸业务前十大客户实现销售收入 60.44 亿元，占商业板块业务总额的 27.47%；2015 年 1~3 月份，物产中拓内贸业务前十大客户实现销售收入 14.42 亿元，占商业板块业务总额的 38.90%。下游客户相对较为分散。

汽车销售与服务板块

物产中拓的汽车销售与服务板块业务主要集中于 6 家核心子公司：湖南五菱汽车销售有限公司、岳阳中拓五菱汽车销售服务有限公司、湖南中拓瑞众汽车销售服务有限公司、湖南瑞特汽车销售服务有限公司、湖南一汽贸易有限责任公司、浏阳诚丰汽车销售服务有限公司。物产中拓汽车销售网络主要在湖南省内。截至 2015 年 3 月末，物产中拓 4S 店销售网点达到 19 家。2012~2014 年，物产中拓汽车销售量保持稳步增长，由 2012 年的 26,599 辆增长至 2014 年的 30,772 辆。2015 年 1~3 月，物产中拓汽车销售量为 8,531 辆，具体情况见下表。

表 9 2012 年~2015 年 3 月物产中拓汽车销售情况表

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
销售量(辆)	26,599	29,639	30,772	8,531
销售金额(亿元)	18.25	20.53	22.61	5.78
销售均价(万元/辆)	6.86	6.93	7.35	6.78
4S 店数量(家)	17	19	19	19

资料来源：公司提供

物产中拓主要通过铺设汽车销售网点开展汽车销售与服务业务。随着汽车销售行业竞争日益激烈，且汽车品牌、质量、整体销售策划掌握在汽车制造企业手中，汽车销售环节的利润空间不断缩小。近年来，物产中拓在加快汽车综合服务网络布局和资源渠道建设的同时，不断强化后服务业务，延伸产业链，以提升汽车后服务业务的吸收率。随着国内汽车保有量的快速增长和车主维护保养意识的提高，汽车后服务市场快速发展，已经成为各汽车经销商稳定的利润来源。

物产中拓汽车销售及服务业务板块盈利主要分为前、后期。其中，前期主要由整车销售产生购销差价盈利。在完成一定量的提车任务后，厂家会根据 4S 店的任务考核给予 4S 店返点，返点对于 4S 店是比较重要的利润来源。其中，厂商的返利主要根据对各经销商的评价打分情况确认，

评价打分的因素包括销售目标达成率、客户满意度、市场占有率、售后服务、增值业务以及市场推广等。返利主要在经销商下次购车的成本中扣减。后期盈利主要由维修等汽车后服务产生。具体情况见下表。

表 10 2014 年度汽车销售及售后服务经营情况表 (单位: 万元、%)

产品	营业收入	营业成本	毛利润	毛利润率
汽车	226,138.75	217,738.20	8,400.55	3.71
汽车维修及配件	12,258.14	9,490.92	2,767.22	22.57
总计	238,396.89	227,229.12	11,167.77	4.68

资料来源: 公司提供

出租车板块

物产中拓的出租车板块业务主要集中于 1 家核心子公司: 湖南省三维企业有限公司 (以下简称“三维企业”)。近年来出租车经营规模不断扩大, 出租车经营权由 2012 年底的 1,203 台增加至 2014 年底的 1,293 台, 截至 2015 年 3 月底, 进一步增加至 1,363 台, 已覆盖全省 7 城市。

物产中拓出租车业务的经营模式主要有以下两种:

一种是租赁经营方式, 即三维企业与出租车驾驶员签订《湖南省三维企业有限公司城市出租汽车租赁经营管理合同》, 三维企业依法提供出租车辆, 租赁给驾驶员经营, 驾驶员根据合同约定一次性交纳车辆租赁金、履约保证金和质量保证金, 按月向三维企业交纳租赁金和服务费。

另一种是实行“公司化经营, 员工化管理”的经营方式, 公司与出租车驾驶员签订劳动合同, 公司向驾驶员发放基础工资, 按规定为驾驶员缴纳“五险一金”, 驾驶员作为公司员工享受休假、福利等劳动保障权益, 公司根据规章制度对驾驶员行为进行管理。

出租车租赁经营方式下的盈利是通过驾驶员每月交纳的租赁金和服务费实现; 公司化经营方式下, 三维企业实行盈利目标责任考核, 根据市场行情调查测算投资收益目标, 通过投资收益目标制定盈利目标, 核定生产任务, 确定收益的实现。

物产中拓全额出资购买车辆、经营权费、服务设施, 产权归公司所有。租赁经营方式是按月收取租赁金和服务费 (包括税费、向政府各职能部门所应缴的规费、保险费及公司管理费), 公司化经营方式是公司统一办理保险、交通事故和投诉处理等一切事项, 驾驶员根据目标考核结果领取工资和相应福利报酬, 其中国家油料补贴是由车组与公司按 2:8 比例分配, 驾驶员享受 20%, 公司享受 80%, 作为燃料使用和涨价风险补助调节金。

物流板块

物产中拓物流仓储业务主要由子公司湖南省湘南物流有限公司运营, 主要提供仓储服务, 盈利模式就是向客户收取租金。物产重托在长沙望城区建设的高星物流园, 总规划面积 2,020 亩, 其中仓储物流区 997 亩, 设计吞吐量 500 万吨, 建成后将成为中南地区最大最先进的物流园区。目前尚未全部建成, 业务规模较小, 2012~2014 年分别实现的物流收入为 0.06 亿元、0.06 亿元和 0.10 亿元。

总体看, 物产中拓实际从事的主营业务为钢铁及冶金原料贸易业务、汽车经销及后服务业务。各个业务板块发展情况良好, 物产中拓主要以商业板块作为发展重点, 主营业务特色突出, 资源集中优势较为明显。

5. 经营效率

公司 2012~2014 年营业收入和净利润的年均复合增长率分别为 14.57%和-18.46%, 2014 年公

司分别实现营业收入和净利润为 529.81 亿元和 2.54 亿元，分别较上年增加了 10.50%和下降了 59.24%，主要系公司经营规模扩大所致，但营业成本更加快速的增长和工程施工及相关业务的坏账损失的大幅增加使得公司净利润水平下降。

公司 2012~2014 年的应收账款周转率分别是 8.81 次、9.27 次和 7.95 次，2014 年公司应收账款周转率降低，主要系营业收入增加但是应收账款增加速度更快所致。公司近三年存货周转率分别为 3.34 次、3.36 次和 3.23 次，较为稳定。公司总资产周转率近三年分别为 1.45 次、1.51 次和 1.27 次，相对于公司庞大的资产规模而言，公司的资产周转效率尚可。

总体看，公司的营业规模增长较快，由于坏账损失的增加净利润有所下降，但考虑到公司的国资运营的职能，整体经营效率较好。

6. 经营关注

公司作为平台类控股公司，有着典型的控股公司特征，具体业务主要分布在控股、参股企业，公司存在的经营风险主要有如下几点：

(1) 宏观经济环境发展与经济周期变动。公司主营业务主要集中于建筑业、商贸流通等行业，与宏观经济景气程度密切相关，近年来中国 GDP 增长率放缓，进入经济转型期，经营状况受宏观经济及市场影响较大。

(2) 市场竞争。公司主营业务中占比最大的建筑行业进入门槛低，民营企业、国有企业、外资企业竞争激烈，2014 年我国建筑企业突破 81,000 家；大宗商品贸易行业也由于经济的发展、国内相关行业的完全竞争特质以及进出口贸易的价格冲击等面临着市场竞争的风险。

(3) 多元化经营。公司主营业务覆盖建筑业务、商贸流通业务、房地产业务、租赁和商务服务业务等。其中，公司的商贸流通业务较为复杂，其主营业务包含钢材、铁矿石、化工、煤炭、油品、机电等产品，同时公司还发展与主业相关的流通加工、物业、期货经纪、汽车维修及租赁等服务业。公司商贸流通业务经营范围较广，产业链延伸较长，相关度较低，对于整体的资金实力和公司管控能力均是考验。

(4) 诉讼裁决。截至 2014 年底，子公司浙江物产发生未决诉讼仲裁形成的或有事项 40 起，计提坏账准备 5.55 亿元²，因未决诉讼计提预计负债 0.29 亿元；子公司浙建集团涉及诉讼或仲裁事件 38 起，被冻结资金 0.65 亿元，公司存在潜在的诉讼风险，可能会影响公司正常生产经营。

7. 重要事项

收购物产中拓

浙江物产与公司于 2014 年 12 月 29 日签署了《股份转让协议》，约定公司按协议方式收购物产集团持有的物产中拓 46.13%股份，股份转让价款总计 220,764.81 万元。上述股份转让已经获得浙江省国资委及国务院国资委的批准。根据《上市公司收购管理办法》的规定，该收购已触发本公司的要约收购义务，公司已向中国证监会申请豁免相应的要约收购义务并取得中国证监会出具的《关于核准豁免浙江省综合资产经营有限公司要约收购物产中拓股份有限公司股份义务的批复》（证监许可[2015]451 号），核准豁免公司因协议转让而持有物产中拓 46.13%股份而应履行的要约收购义务。上述物产中拓 46.13%股权已于 2015 年 4 月 29 日办妥登记过户手续。

根据中共浙江省委、浙江省政府发布的《关于进一步深化国有企业改革的意见》（浙委发[2014]24 号）和浙江省政府下发的《关于省物产集团深化改革整体上市总体方案的批复》（浙政

²诉讼或仲裁事件的起因主要是合同条款争议、应收或者应付账款拖欠等。

函[2014]131号),为加快推进浙江省省属国有企业混合所有制改革,提高资产证券化水平,充分利用上市公司的资本平台功能,同意公司将物产中拓股份有限公司46.13%股权无偿划转给浙江省交通投资集团有限公司。物产中拓收到上述批复后,与浙江省交通投资集团有限公司进行了积极磋商,经论证,因时间紧迫且该项重大资产重组时机未成熟。从保护物产中拓全体股东及上市公司利益的角度出发,物产中拓经审慎研究决定终止筹划该项重大资产重组。

总体看,公司收购物产中拓增加了公司资产规模,扩大了业务范围,提高了公司竞争力,联合评级将继续关注后续物产中拓的资产划转情况。

浙江物产资产划入

2014年12月26日,浙江省政府印发的《浙江省人民政府关于省物产集团深化改革整体上市总体方案的批复》,同意将剥离非上市资产后的浙江物产约60%-65%国有股权无偿划转给公司。

2015年1月6日,浙江省人民政府国有资产监督管理委员会印发《浙江省国资委关于无偿划转省物产集团公司62%国有股权的通知》,同意将浙江物产62%国有股权,以2014年9月30日为基准日,按经审计后账面数无偿划转给公司。2015年1月27日,浙江物产62%的股权已按照法定方式过户给公司,并已在浙江省工商行政管理局办妥变更登记手续,本次重大资产重组实施完毕。

总体看,浙江物产资产划入显著增加了公司的资产规模,增强了公司的整体竞争实力。

浙江物产被吸收合并

根据浙江省人民政府2014年12月26日下发的文件《浙江省人民政府关于省物产集团深化改革整体上市总体方案的批复》,公司于2015年2月与物产中大、浙江物产、浙江省交通投资集团有限公司(以下简称“交通集团”)签订《吸收合并协议》,物产中大拟向公司和交通集团发行股份吸收合并浙江物产,其中向本公司发行746,664,567股,占发行后股本总额的39.15%,向交通集团发行457,633,121股,占发行后股本总额的24.00%,公司与交通集团以合计持有的物产集团100%股权认购物产中大发行的股份。截至本评级报告出具日,本次交易已获得中国证监会上市公司并购重组审核委员会审核通过,尚需获得法律法规及监管部门所要求的其他必要的事前审批、核准或同意。

总体看,本次交易完成后,物产中大将吸收合并浙江物产,浙江物产法人地位注销,该项吸收合并将有效提升国资公司的股权价值。

8. 在建工程

2012年末、2013年末、2014年末和2015年3月末,公司在建工程账面价值分别为1.13亿元、1.38亿元、3.76亿元和7.72亿元。截至2015年3月末,公司在建工程项目有21个,账面余额合计7.72亿元。其中,公司1.00亿元以上的重大在建工程明细如下:(1)污泥项目及部分机器设备的安装工程,账面余额1.27亿元;(2)浙江二建大楼工程,账面余额1.15亿元;(3)三亚金沙酒店项目,账面余额1.14亿元。

9. 未来发展

在新一轮国资改革的背景下,公司顺应浙江省委、省政府的要求,将公司打造为一个定位准确、职能完备的国有资本运营平台公司和提升省属国有企业运营效率的中间层公司,从省级国有资本的整体利益出发,发挥“蓄水池”作用,助推省属企业转型升级和改革发展。以率先实现以管资本为主的国资监管方式,推进国有资产资本化、证券化的发展目标和引导国有资本投向重要

领域，并落实“管少、管精、管好”的国资监管改革新要求，不断提升浙江省国资国企的活力和竞争力。

“十三五”期间，公司将继续完善决策机制，在公司之上成立国有资本投资决策委员会，在省委、省政府的领导下，采用联席协商决策机制，建立国有资本投资决策委员会；创新管控模式，将管控类型划分为名义持股和实际持股两类，建立信息化管理系统，力争到2017年基本建立各类型产业信息数据库和投资分析专家系统，全面利用信息技术提高公司决策、运营效率和效益，全面提升公司风险管控水平；加强管控能力建设，建立信息化管理系统，对考核方式、风险管控方式作出新的尝试；调整组织结构，建立起董事会领导下的总经理负责制，并重新调整部门设置，将按照“直线职能型”结构设置为8个部门，分别为办公室、规划投资部、股权运营部、资产运营部、财务部、风险控制部、党群工作部和监察室。

公司将充分发挥国有资本投资运作的“操作平台”、“操作载体”和省国资委“操盘抓手”的作用，实现资本运作、股权管理、投融资三大功能。根据公司的职能定位和发展目标，将主要开展“存量资产整合、股权资产管理、投融资、产业基金和国资研究”等5项业务。具体如下：

(1) 存量资产整合业务。接收并管理省属国企重组整合过程中剥离的资产，按照资产权属、收益的不同对资产进行分类，拟定相应的处置方式；接收省属国企的不良资产，与金融机构合作对资产进行打包、分级处置；承担国资运营业务中的产权登记、资产评估、方案审查等管理职能。采取证券化或退出变现的方式进行操作。

(2) 股权资产管理。主动管理公司持有的企业股权，通过重组、整合等方式，提升股权价值；在资本市场对持股上市公司进行市值管理，逐步拓展到其他上市公司，以并购股权等方式整合资源。针对被划入的股权和相应的各类资产，区分名义持股和实际持股部分，进行分类管理，并从中获取管理费、股权溢价收入、股权增值收益、可交换债券增发收益。

(3) 投融资业务。落实省委省政府和省国资委下达的政策性投融资业务和主动推进的各类市场化投融资业务。通过信用贷款、企业债、中期票据、短期融资券和可交换公司债等方式进行融资，利用融资所得投向省内战略性新兴产业、主导产业以及其他省委、省政府要求的投资领域，获取投资收益和价值提升。

(4) 产业基金业务。优化浙江省产业发展基金管理工作，通过设立母基金形式与省内现有基金合作，投向省内新成立项目和战略性新兴产业，以及根据省委、省政府要求进行的配套投资；通过设立境外SPV的形式，开展跨境基金业务，为省内企业走出去提供资金和资源支持。

(5) 国资研究业务。国资研究业务是公司的新设业务，主要包括资国企改革政策研究、省内国有企业资本运作方案策划、国资领域前沿问题研究。通过建立专家储备、研究项目分类、工作机制梳理等措施做好国资研究工作。

总体看，公司本部未来业务发展思路明确，发展战略符合浙江省对于国资改革的大趋势。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2012~2014年财务报告已经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论，2015年1~3月财务报表未经审计。2013年新纳入和由于注销、转让和无偿划转等原因不再纳入合并范围的子公司各有7家；2014年新纳入合并报表范围的有13家，由于股权转让、注销清算以及不再具有控制权而不再纳入合并范围的主体有11家，其中物

产中拓纳入合并报表范围的影响较大；2015 年第一季度审计报告，主要新纳入合并范围并产生显著影响的子公司是浙江物产。从合并范围来看，公司近年来合并范围变化较大，对财务数据可比性存在一定影响。由于 2014 年会计准则的变化，本报告 2013 年的财务数据采用公司已做追溯调整的 2014 年财务报表的期初数据。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 486.74 亿元，负债合计 429.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）57.39 亿元。2014 年公司实现营业收入 529.81 亿元，净利润（含少数股东损益）2.54 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.57 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额 1,190.63 亿元，负债合计 932.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）257.64 亿元。2015 年 1~3 月公司实现营业收入 567.63 亿元，净利润（含少数股东损益）5.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 55.92 亿元。

2. 资产质量

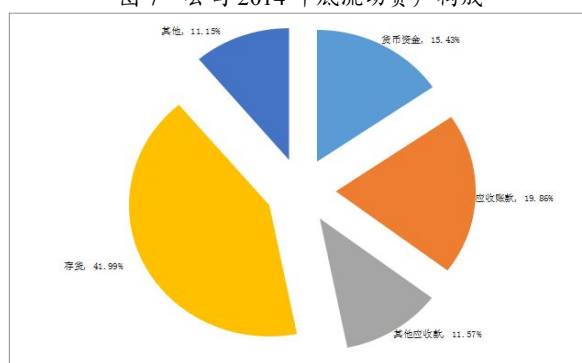
公司作为国有资本运营平台，通过强化股权管理、整理盘活存量国有资产、维护改制后企业稳定等业务，尤其在职能调整后，进一步通过拓宽服务领域、提升服务层次等方式，资本实力获得迅速增强。2012~2014 年，公司资产总额分别为 287.96 亿元、346.16 亿元和 486.74 亿元，年均复合增长率为 30.01%，主要系公司业务开展情况良好，营业收入的较快增长带来货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货的相应增加，以及 2014 年公司完成收购物产中拓 46.13% 股份并纳入合并报表所致。

截至 2014 年底，公司资产总额较上年增长 40.61%，其中流动资产合计占 76.97%，非流动资产合计占 23.03%，资产结构以流动资产为主。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产分别为 247.00 亿元、287.97 亿元和 374.67 亿元，年均复合增长率为 23.16%，主要系合并报表范围变动所致。截至 2014 年底，公司流动资产以货币资金、存货、应收账款和其他应收款为主，见图 7。

图 7 公司 2014 年底流动资产构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，货币资金余额分别为 42.08 亿元、43.47 亿元和 57.80 亿元，年均复合增长率为 17.20%。截至 2014 年底，公司货币资金余额较上年增长 32.97%，主要是公司经营规模的扩大，对外筹资活动增加从而导致银行存款和其他货币资金增加所致。2014 年底的货币资金中，现金和银行存款占 83.86%，银行存款中，有 6,533.60 万元因诉讼被冻结，有 135.00 万元为取得长期借

款而质押，有 8,560.11 万元为开立银行票据而质押；其他货币资金占比为 16.14%，主要有票据保证金 64,391.61 万元，其他少量为业务开展所需的使用受限的各类保证金。

2012~2014 年，应收账款账面价值分别为 46.43 亿元、51.96 亿元和 74.41 亿元，年均复合增长率为 26.60%。近年来应收账款净额的逐步增长，主要是由于：第一，公司建造合同和设计劳务的收入确认采用完工百分比法，应收账款包含工程进度款、竣工决算款及工程质保金，其中有 15% 至 30% 的合同进度款在项目完工后，工程结算前无法收到，建筑行业的特点决定公司应收账款余额较大，特别是浙建集团承建华润中心、台州西商务区、国际网球场、萧山区科技创新中心工程等房建工程项目的增加，应收账款余额亦增长；第二，物产中拓所从事的商贸物流业务中，钢材、煤炭等大宗商品供应链集成服务等业务规模较大，客户通过应收票据、应收账款形式进行结算的比例增加。截至 2014 年底的应收账款净额中，账龄一年以内的占比 82.60%，1~2 年的占比 14.25%，其余为 2~5 年之内。账龄在两年以上的应收账款主要系工程保修金及未结算工程款，多由省、市的房屋建设工程及交通基础设施工程产生，资金保障系数高，应收账款回收风险较小。建筑工程和贸易流通方面的应收账款客户均为资信良好、实力雄厚的客户，与公司有着长期合作关系，最近三年及一期应收账款回收情况良好，未发生大额应收账款到期无法回收的情形。截至 2014 年底，公司按照会计政策计提应收账款坏账准备 4.12 亿元，体现了谨慎性原则。

公司其他应收款是各类押金保证金、与其他公司间往来和应收及暂付款等，2012~2014 年，其他应收款余额分别为 24.09 亿元、25.51 亿元和 43.34 亿元，余额年均复合增长率为 34.13%。截至 2014 年底，公司其他应收款余额较年初增长 69.90%，主要系浙建集团新项目签订或开工所发生的各类保证金押金增加，因收购物产中拓而转入的应收及暂付款增加以及因富物资产收购物产新疆、迁安物流等九家公司而转入的与其他公司的往来款增加所致。公司其他应收款规模较大，公司除保证金之外往来性质的其他应收款对公司资金的占用情况值得关注。

2012~2014 年，存货净额分别为 118.87 亿元、146.99 亿元和 157.33 亿元，年均复合增长率为 15.05%，主要系 2012 年至 2014 年公司新开工项目增多，建筑施工项目不断增加，房地产板块业务、保障房、安置房、BT 业务投资规模加大导致贸易业务存货和地产类业务存货增加所致。2014 年底的存货账面价值中，工程施工类存货占 64.71%、房地产开发成本占 20.92%，其他主要为库存商品等。2012~2014 年公司新开工项目如华润中心、台州西商务区、国际网球场、萧山区科技创新中心工程等房建工程和建筑施工工程均处于正常建设状态，不存在明显的跌价情况；截至 2014 年底，公司存货跌价准备为 0.19 亿元，计提跌价准备情况符合实际需求。

截至 2015 年 3 月底，公司流动资产为 929.83 亿元，较年初大幅增长 148.17%，主要系 2015 年浙江省国资委将浙江物产 62% 国有股权无偿划转给公司并纳入合并报表所致，相关报表科目较年初大幅增长的原因也在于此。其中，存货占比 47.25%，货币资金占比 12.57%，应收账款占比 11.48%，预付款项占比 11.85%，流动资产结构较年初变化不大。

截至 2015 年 3 月底，公司货币资金较年初大幅增加 1.02 倍，主要原因是浙江物产纳入公司合并范围后，公司业务、资产规模的不断扩大，需要保持一定规模的货币资金用于正常业务开展和项目运营、建设；同时，随着公司原材料采购规模的不断扩大，公司用于支付货款而向供应商开具的银行承兑汇票金额不断增加，按照承兑银行的要求，需要公司按照承兑金额的一定比例作为履约保证金存入承兑银行指定账户作为质押担保，导致公司银行承兑保证金规模大幅上升。

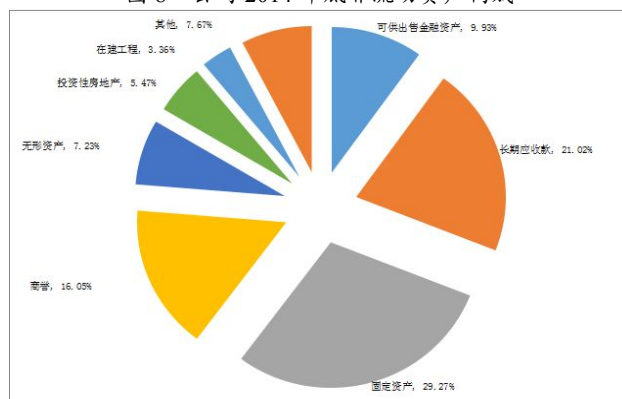
截至 2015 年 3 月底，公司预付账款较年初大幅增加 3.08 倍，主要是新纳入合并范围的浙江物产大宗商品供应链集成服务涉及的主要产品中钢材贸易比重较大，为保证产品质量，浙江物产的主要钢材均向国内较为知名的钢材制造企业采购，根据有关操作惯例，钢材制造企业通常要求

采购方先预付货款后再安排订单生产，因此，国内钢材制造企业从接受订单到安排生产直至发货，需要一定的时间，导致随着公司购销规模的不断扩大，预付账款也相应增加。

非流动资产

2012~2014 年，公司非流动资产分别为 40.96 亿元、58.19 亿元和 112.07 亿元，年均复合增长率为 65.42%，主要系合并报表范围变动所致。截至 2014 年底，公司非流动资产以固定资产、长期应收款、商誉和可供出售金融资产为主（见图 8）。

图 8 公司 2014 年底非流动资产构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，固定资产账面价值分别为 10.91 亿元、12.74 亿元和 32.80 亿元，年均复合增长率为 73.44%，主要系部分原用于出租的房屋及建筑物转为自用而转入的固定资产以及因收购物产中拓将其纳入合并范围而增加的固定资产以及本期在建工程完工转入的固定资产所致。截至 2014 年底，公司固定资产余额较上年增长 157.38%。其中，房屋及建筑物占比为 49.56%，机器设备占比为 44.12%，其余少量为运输工具和通用设备等，以房屋及建筑物、机械设备为主的固定资产构成符合该类主营业务企业的财务构成。截至 2014 年底，公司固定资产累计计提折旧 11.77 亿元，固定资产成新率为 74.00%，成新率尚可。

公司长期应收款主要为 BT 项目代建款、融资租赁款以及对五矿物产（常熟）管理有限公司的长期关联方借款，2012~2014 年，长期应收款余额分别为 9.31 亿元、17.39 亿元和 23.56 亿元，余额年均复合增长率为 59.08%，主要系 2012 年至 2014 年公司伴随着 BT 代建项目的不断投入，使得公司长期应收款余额也逐年递增以及对五矿物产（常熟）管理有限公司的长期关联方借款（2.73 亿元）增加所致。公司 BT 项目代建和融资租赁形成主要的长期应收款是公司正常开展业务形成，应收客户均正常经营，潜在回收风险不大。

截至 2014 年底，公司商誉账面价值为 17.99 亿元，较上年增长 39,327.13%，主要系公司收购包括物产中拓在内的子公司，按照收购款与所享购买日可辨认净资产公允价值的差额，相应确认商誉 17.96 亿元所致，其中收购物产中拓形成的商誉为 17.02 亿元，物产中拓作为 A 股上市公司，资产规模较大，盈利能力尚可，公司未对上述商誉计提减值准备，物产中拓未来盈利能力能否进一步增强以及公司未来存在潜在的商誉减值风险值得关注。

2012~2014 年，可供出售金融资产余额分别为 5.23 亿元、9.92 亿元和 11.13 亿元，余额年均复合增长率为 45.82%。截至 2014 年底，公司可供出售金融资产余额较上年增长 12.21%，主要系因会计准则变动而导致的可供出售权益工具增加所致³。

³根据财政部 2014 年 3 月 13 日颁布的新修订《企业会计准则第 2 号—长期股权投资》的规定，长期股权投资，是

截至 2015 年 3 月底，公司非流动资产为 260.80 亿元，较年初大幅增长 132.70%，主要系 2015 年浙江省国资委将浙江物产 62% 国有股权无偿划转给公司并纳入合并报表所致，相关报表科目较年初大幅增长的原因也在于此。其中固定资产占比 27.50%，长期应收款占比 17.68%，投资性房地产占比 10.56%，可供出售金融资产占比 9.83%，非流动资产结构较年初变化不大。截至 2015 年 3 月底，公司资产总额合计 1,190.63 亿元，较年初大幅增长 144.61%，也即 2015 年浙江省国资委将浙江物产 62% 国有股权无偿划转给公司并纳入合并报表所致。

总体看，由于 2014 年收购物产中拓纳入合并报表范围，公司资产规模扩张，资产结构以流动资产为主，资产流动性较好。2015 年一季度，浙江物产纳入合并范围使得公司资产进一步大幅增加。公司货币资金、应收账款、预付账款、固定资产和存货规模较大，整体看，公司资产规模大，资产质量较好。联合评级将继续关注物产中拓未来盈利能力的提升情况进而关注商誉存在的潜在减值风险，以及公司各类大规模应收款项的回收状况对公司资产质量的影响进而影响公司整体的信用水平情况。

3. 负债及所有者权益

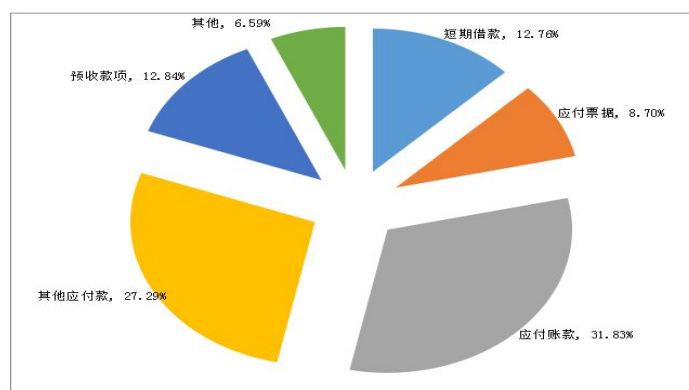
2012~2014 年，公司负债合计分别为 242.12 亿元、301.37 亿元和 429.35 亿元，年均复合增长率为 33.17%。截至 2014 年底，公司负债总额较上年增长 42.47%，主要是经营规模扩大以及物产中拓纳入合并范围所致；其中流动负债合计占 89.46%，非流动负债合计占 10.54%，负债结构以流动负债为主。

2012~2014 年，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 45.84 亿元、44.79 亿元和 57.39 亿元，年均复合增长率为 17.68%。截至 2014 年底，公司所有者权益较上年增长 28.14%，其中少数股东权益占比 57.81%，未分配利润占比 4.71%。

负债

2012~2014 年，公司流动负债合计分别为 225.49 亿元、280.67 亿元和 384.10 亿元，年均复合增长率为 30.52%，主要系吸纳入合并范围的子公司变化所致。截至 2014 年底，公司流动负债总额较年初增长 36.85%，主要系 2014 年物产中拓纳入合并报表范围所致。其中，流动负债以预收款项、短期借款、应付账款和其他应付款为主（见图 9）。

图 9 2014 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

指投资方对被投资单位实施控制、重大影响的权益性投资，以及对其合营企业的权益性投资。公司将持股比例在 20% 以下的，无法实施控制、共同控制或重大影响的股权投资分类为可供出售的权益工具，并根据准则的要求进行了追溯调整。

近三年公司短期借款变化不大，截至 2014 年底，公司短期借款余额为 49.01 亿元，主要是经营需要由各个子公司取得的抵质押借款、保证借款和信用借款，其中保证借款占比为 68.50%，信用借款占比 22.88%。考虑到公司货币资金等现金类资产规模较大，公司的短期偿债压力有所缓解。

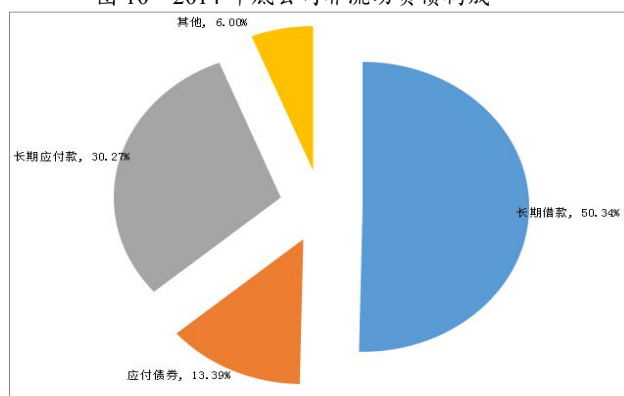
截至 2014 年底，公司预收账款余额为 49.32 亿元，近三年年均复合增长率为 13.99%，主要系是随着公司建筑施工业务开展预收的工程款增加以及公司开发的房地产项目进入预售阶段预收账款增加所致。

公司应付账款主要系采购建筑材料款、未结算的分包工程款以及货款，2012~2014 年，应付账款余额分别为 64.27 亿元、84.42 亿元和 122.26 亿元，年均复合增长率为 37.92%，主要系公司为控制经营风险并使工程项目所需资金保持稳定，经与材料供应商、工程分包商协商相应减缓了对对方的付款进度所致。

公司其他应付款主要系各类押金保证金、与其他单位未结清的往来款和应付其他费用，近三年其他应付款余额分别为 55.54 亿元、61.01 亿元和 104.82 亿元，年均复合增长率为 37.37%，主要是为市场开拓承接新的工程项目主要下属施工单位因业务增长相应增加工程抵押金和垫付款和公司按协议方式收购物产中拓 46.13%股份并将其纳入合并范围后采购货物保证金、销售质量保证金以及与其他单位未结清的往来款增加所致。

2012~2014 年，公司非流动负债分别为 16.63 亿元、20.70 亿元和 45.25 亿元，年均复合增长率为 64.94%，主要系吸收入合并范围的子公司所致。截至 2014 年底，公司非流动负债总额较上年增长 118.60%，主要系 2014 年物产中拓纳入合并报表范围所致。其中，非流动负债以长期借款、长期应付款和应付债券为主（见图 10）。

图 10 2014 年底公司非流动负债构成



数据来源：公司年报

2012~2014 年，公司长期借款分别为 9.15 亿元、6.62 亿元和 22.78 亿元，年均复合增长率为 57.75%，呈现波动式变化。其中，2013 年末长期借款较上年末降低 27.63%，主要系公司部分长期融资接近到期转入一年内到期的非流动负债所致；2014 年末长期借款较上年末增长 243.85%，主要系按协议方式收购物产中拓 46.13%股份并将其纳入合并范围后长期借款增加，特别是高星物流园投资增加而引起的长期借款增加所致。从利率分布看，公司长期借款合同利率为基准率上浮 10%；从账龄分布看，1 年以内的占比为 0，1~2 年的占比为 20.28%，2~3 年的占比 47.51%，3~4 年的占比 2.64%，4~5 年的占比 22.44%，5 年以上的占比 7.13%，主要以 2~3 年到期的为主。

公司长期应付款主要是计提费用、分期付款购入固定资产、企业改制核销挂账和融资租入固定资产的租赁费，2012~2014 年，公司长期应付款分别为 3.82 亿元、5.77 亿元和 13.70 亿元，年均复合增长率为 89.35%，主要系应付融资租赁款、保证金和分期付款购入固定资产的增加所致。

截至 2014 年底，公司应付债券余额为 6.06 亿元，主要系公司控股子公司浙建集团 2013 年 11 月 8 日发行成功票面年利率为 6.30% 的期限为 3 年的 6 亿元中期票据所致，债券简称“13 浙建投 MTN001”。

2015 年 3 月底，公司流动负债合计 817.28 亿元，较年初增加 112.78%，公司非流动负债合计 115.71 亿元，较年初增加 155.73%，主要系公司无偿划入浙江物产 62% 的股权并将其纳入合并范围所致。截至 2015 年 3 月底，公司负债合计 932.99 亿元，较年初增加 117.30%，浙江物产纳入合并范围后，商贸流通等业务投资规模增加，资金需求增加，融资规模增长，进而导致负债规模大幅度上升所致。具体来看，截至 2015 年 3 月底，公司短期借款余额为 179.67 亿元，较年初大幅增长 2.67 倍，公司短期支付压力大幅增加；公司长期借款余额为 49.14 亿元，较年初大幅增长 1.16 倍；公司应付债券余额为 40.39 亿元，较年初大幅增长 5.67 倍。公司应付债券主要是主要下属控股子公司从 2011 年 6 月到 2015 年 3 月间发行的多期中期票据，利率分布在 5.20%~6.30% 之间。公司存在一定的长短期债务压力。

2012~2014 年，公司负债规模随着资产规模的增加而增加，其中以流动负债为主，占负债总额基本在 90% 左右，但略呈下降趋势；公司长期债务在全部债务中占比分别为 13.21%、14.46% 和 24.34%，长期债务占比逐年增大，主要系公司调整负债结构，增加长期债务融资，以支持部分长期项目的承接和施工所致。从负债指标来看，公司近三年资产负债率分别为 84.08%、87.06% 和 88.21%，债务负担逐年加重；长期债务资本化比率分别为 16.65%、22.07% 和 33.44%，主要系一年内到期的负债扩大所致。

截至 2015 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 78.36%、61.22% 和 28.70%，较年初分别均有所下降。

总体看，公司资产负债率较高，偿债负担较重。

所有者权益

2012~2014 年，所有者权益分别为 45.84 亿元、44.79 亿元和 57.39 亿元，年均复合增长率为 17.68%，主要系未分配利润和少数股东权益大幅增加所致。截至 2014 年底，公司所有者权益较上年增长 28.14%，其中，归属于母公司所有者权益 37.83 亿元，占比 65.92%。归属母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益、专项储备、盈余公积和未分配利润分别占比 47.58%、24.49%、0.71%、0.13%、0.13% 和 26.96%。

2012~2014 年公司所有者权益变动较大。其中，2014 年实收资本由 0.10 亿元增加至 18.00 亿元。根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会文件《关于同意浙江省综合资产经营有限公司增加注册资本的批复》（浙国资产权〔2014〕30 号），公司将 17.90 亿元资本公积转增实收资本，转增后公司实收资本为 18.00 亿元。公司已于 2014 年 6 月 16 日办妥工商变更登记手续。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 257.64 亿元，较年初大幅增加 348.93%，主要系公司无偿划入浙江物产 62% 的股权并将其纳入合并范围导致的资本公积和少数股东权益大幅增加所致，其中以资本公积（占比 30.23%）和少数股东权益（占比 57.81%）为主。

总体看，公司所有者权益逐年上升，其中少数股东权益占比也逐年增加，所有者权益稳定性较差，主要系公司的国资经营性质和主要职能导致的子公司变动所致。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入分别为 403.66 亿元、479.48 亿元和 529.81 亿元，年均复合增长率为 14.57%；公司营业利润分别为 5.70 亿元、8.41 亿元和 4.67 亿元，年均复合下降 9.52%，

主要系营业成本增长、财务费用的支出增长较快和资产减值损失快速增加所致。具体来看，营业成本和财务费用的支出随着业务规模的扩大而增加具有一定的合理性；资产减值损失的快速增加则主要系工程施工及相关业务坏账损失的大幅增加所致。

从期间费用方面来看，2012~2014 年公司期间费用分别为 11.98 亿元、12.47 亿元和 16.47 亿元，年均复合增长率为 17.26%，呈现逐年上涨的趋势。其中，销售费用、管理费用和财务费用分别年均增长了 9.31%、11.40%和 43.90%。公司销售费用主要系运输装卸费增加所致；管理费用主要系职工薪酬因业务增长而增加所致；财务费用主要系有息债务增加从而利息支出增加所致。近三年期间费用占营业收入的比重分别为 2.97%、2.60%和 3.11%，呈波动增长趋势，公司费用控制能力较好。

从盈利指标看，2012~2014 年，公司营业利润率分别为 4.43%、4.22%和 4.65%，呈现波动式变化。公司近三年总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈现先增后减的波动变化的趋势，2014 年底分别为 5.02%、2.54%和 4.98%，主要系公司纳入合并报表范围的子公司变化所致。公司整体盈利能力一般，主要系公司特定的职能定位所致。公司目前处于扩张阶段，随着业务功能的释放和投资项目的盈利，公司盈利能力有望继续获得提高。

2015 年 1~3 月份，公司实现营业收入 567.63 亿元、净利润 5.39 亿元，分别较 2014 年全年增长 7.14%和 112.20%，主要系公司经营规模扩大，营业利润稳步增长所致。其中，归属母公司所有者的净利润为 1.93 亿元，少数股东损益为 3.47 亿元，少数股东损益占比大幅上升，与少数股东权益增长趋势一致。

总体看，未来随着国企改革的深入推进，公司国有资本运营的职能得到充分发挥，公司盈利能力有望继续增强。

5. 现金流

从经营活动来看，2012~2014 年公司经营活动产生的现金流净额分别为 3.46 亿元、14.58 亿元和 6.51 亿元，年均复合增长率为 37.10%，呈现波动式增长。其中，2013 年度经营活动产生的现金流量较上年同期增加 11.12 亿元，主要系公司处于建设期的工程项目陆续竣工并产生经营性收入，经营活动获取现金的能力增强所致；2014 年度经营活动产生的现金流量较上年同期减少 8.08 亿元，主要系公司代建项目增加，代建项目现金支出加大，而项目回款相对较少所致。2012~2014 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金分别为 382.04 亿元、459.49 亿元、461.75 亿元，三年年均复合增长率为 9.94%，增速低于公司销售收入的增长。从收入实现质量来看，近三年，公司现金收入比分别为 94.64%、95.83%和 87.15%，由于市场竞争激烈，公司销售收入增长但客户回款相对变慢，公司收入实现质量有所下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2012~2014 年公司投资活动产生的现金流净额分别为-2.91 亿元、-23.47 亿元和-41.31 亿元，年均复合增长率为 241.85%，呈现净流出逐步扩大的趋势，主要系公司仍处在扩张阶段，对外投资较高所致。

从筹资活动来看，2012~2014 年公司筹资活动产生的现金流净额分别为-1.68 亿元、9.47 亿元和 44.38 亿元，筹资活动现金流由净流出变为净流入，变化较大。2012 年筹资活动净现金流为负数，主要系归还长期融资所致；2013 年至 2014 年筹资活动净现金流为正数，主要系公司为完成收购及支持贸易业务发展，大规模增加对外负债所致。

总体看，公司经营活动现金流呈净流入状态，虽然经营活动产生的现金流净额增加，但收入实现质量有所下降；近年来公司投资活动现金流净流出额不断增加，导致公司外部融资需求上升；

考虑到投资项目的完工，预计未来现金流情况会有所改善。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2012~2014 年公司流动比率分别为 1.10 倍、1.03 倍和 0.98 倍，呈现下降趋势；速动比率分别为 0.57 倍、0.50 倍和 0.57 倍，呈现小范围波动趋势。主要系流动负债较流动资产增长较快和存货 2014 年增长较慢所致；现金短期债务比分别为 0.72 倍、0.60 倍和 0.71 倍，呈现波动式变化，主要系 2013 年以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产减少所致；公司经营现金利息偿还倍数分别为 0.77 倍、5.61 倍和 1.23 倍，呈现波动变化趋势，主要系 2013 年销售商品、提供劳务收到的现金导致经营活动产生的现金流净额大幅增加所致。整体看，公司资产流动性良好，短期偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 1.14 倍和 0.60 倍，均比年初有所上升，公司短期偿债能力继续增强。

从长期偿债能力指标来看，2012~2014 年公司 EBITDA 分别为 11.90 亿元、12.68 亿元和 12.49 亿元，EBITDA 利息倍数分别为 2.63 倍、4.87 倍和 2.36 倍，呈现波动式变化，主要系 2013 年经营状况良好所致；EBITDA 全部债务比分别为 0.17 倍、0.14 倍和 0.11 倍，呈现波动式变化，主要系 2013 年 EBITDA 相比于全部债务增速更快所致；经营现金债务保护倍数分别为 0.05 倍、0.17 倍和 0.05 倍，经营活动现金流对全部债务保障能力一般。

2015 年第 1 季度，公司 EBITDA 为 12.13 亿元，EBITDA 利息倍数为 3.59 倍，EBITDA 全部债务比为 0.03 倍，公司经营现金债务保护倍数为 0.01 倍，EBITDA 及经营现金对全部债务的保护能力较弱。

整体看，公司长期偿债能力尚可，EBITDA 有望继续增长，覆盖能力将有所加强。考虑到公司资产规模和整体盈利规模以及公司股东背景，公司整体偿债能力很强。

截至 2015 年 3 月底，公司及子公司对外担保情况：（1）浙建集团下属各房地产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；（2）子公司对外担保债务余额为 50,546.24 万元，具体情况如下表所示：

表 11 公司及子公司对外担保情况明细表（单位：万元）

担保单位	被担保单位	贷款金融机构	担保借款余额	借款到期日
浙江省建设投资集团有限公司	浙江省建筑安装技术学校	交通银行	1,484.00	2019/6/30
浙江省建设机械集团有限公司	温州中宏建筑设备有限公司	光大银行	188.70	2016/12/20
浙江省建设机械集团有限公司	浙江广业建筑机械设备制造有限公司	北京银行	87.31	2016/1/14
浙江省建设机械集团有限公司	浙江广业建筑机械设备制造有限公司	光大银行	189.00	2017/1/20
浙江省建设机械集团有限公司	浙江金马建设工程有限公司	光大银行	68.80	2015/11/20
浙江省建设机械集团有限公司	义乌卓诚建筑工程有限公司	光大银行	123.02	2016/11/20
浙江省建设机械集团有限公司	温州通盈设备租赁有限公司	光大银行	130.00	2016/11/20
浙江省建设机械集团有限公司	温州通盈设备租赁有限公司	光大银行	26.00	2015/9/20
浙江省建设机械集团有限公司	诸暨市中硕建设有限公司	光大银行	53.63	2016/4/20
浙江省建设机械集团有限公司	湖南新德天建筑机械有限公司	光大银行	24.50	2016/1/20
浙江省建设机械集团有限公司	温州超拓商贸有限公司	光大银行	24.07	2016/2/20
浙江省建设机械集团有限公司	温州龙峰建设有限公司	光大银行	26.08	2016/3/20
浙江省建设机械集团有限公司	台州市金天地建设工程有限公司	光大银行	25.42	2017/12/20
浙江省建设机械集团有限公司	温州中宏建筑设备有限公司	光大银行	202.35	2017/12/20
浙江省建设机械集团有限公司	浙江宏钢起重机械有限公司	光大银行	289.36	2016/12/20

浙江省物产集团有限公司	浙江省浙商商业保理有限公司	中信银行	7,350.00	2015/6/29
浙江省物产集团有限公司	浙江省浙商商业保理有限公司	中信银行	2,450.00	2015/6/29
浙江省物产集团有限公司	浙江省浙商商业保理有限公司	中信银行	2,450.00	2015/6/29
浙江物产国际贸易有限公司	科弘系企业	中信银行	27,450.00	2016/1/8
浙江物产国际贸易有限公司	科弘系企业	南京银行	3,388.00	2015/9/24
浙江物产元通汽车集团有限公司	通诚格力	中信银行	2,500.00	2015/9/13
浙江物产元通汽车集团有限公司	通诚格力	浦发银行	2,000.00	2015/9/10
合计			50,530.24	

数据来源：公司提供

截至 2014 年底，公司及其子公司所有诉讼事项和仲裁事项的总数达 80 项左右。其中，由于公司主营业务涉及建筑行业，因此诉讼仲裁事项较多，属于正常范畴。其中标的资产在 8,000 万以上的重大诉讼、仲裁案件有：（1）子公司迁安物流诉河北鑫达钢铁有限公司、天津广物金鑫国际贸易有限公司和天津恒利万通金属贸易有限公司，要求支付销售货款、归还预付货款；（2）子公司长城建设诉浙江清水湾置业有限公司，要求按合同支付工程款 10,393.00 万元；（3）子公司长城建设诉浙江浙大网新实业发展有限公司，涉案金额 9,707.70 万元，要求支付工程款。

截至 2015 年 3 月底，金融机构总共给予公司及所有子公司的授信总额度全部折合人民币约 1,356.80 亿元，其中已使用额度约 488.69 亿元，公司已获得尚未使用的授信额度约 868.11 亿元。公司间接融资能力较强。

根据提供的中国人民银行企业信用报告（被查询企业机构信用代码：G1033010601778160X；被查询企业组织机构代码 79859278-8），截至 2015 年 6 月 2 日，公司母公司有 0 笔未结清的正常类信贷信息记录。

总体看，虽然公司资产负债率保持在较高水平，但各期末公司流动比率基本保持在 1 倍左右，流动资产和流动负债的增长保持平衡，整体偿债能力较强；公司在银行的信誉良好，融资渠道畅通，融资能力强；未来随着公司所属行业景气度的提高，整个公司的盈利水平和偿债能力将有望进一步提高。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 3 月末，公司负债总额 932.99 亿元，本次拟发行公司债规模 16 亿元，相对于公司目前的负债规模，本次债券发行额度较小。本次债券募集资金拟用于补充流动资金。

以 2015 年 3 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 16 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下，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 78.65%、62.14%和 31.72%，债务负担未发生明显变化，主要是由于本次发债金额相对于负债规模较小。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 12.49 亿元，为本次公司债券发行额度（16 亿元）的 0.78 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可。公司 2014 年经营活动现金流入量为 487.89 亿元，为本次公司债券发行额度（16 亿元）的 30.49 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度尚可。公司 2014 年经营活动现金净流入 6.51 亿元，为本次公司债券发行额度（16 亿元）的 0.41 倍，公司经营活动现金流量净额对本次债券覆盖程度尚可。

未来随着国企改革的深入推进，公司国有资本运营的职能得到充分发挥，公司经营规模有望

继续扩大，盈利能力有望继续提升。

综合以上分析，并考虑到公司经营规模、资产质量、企业性质及政府支持等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

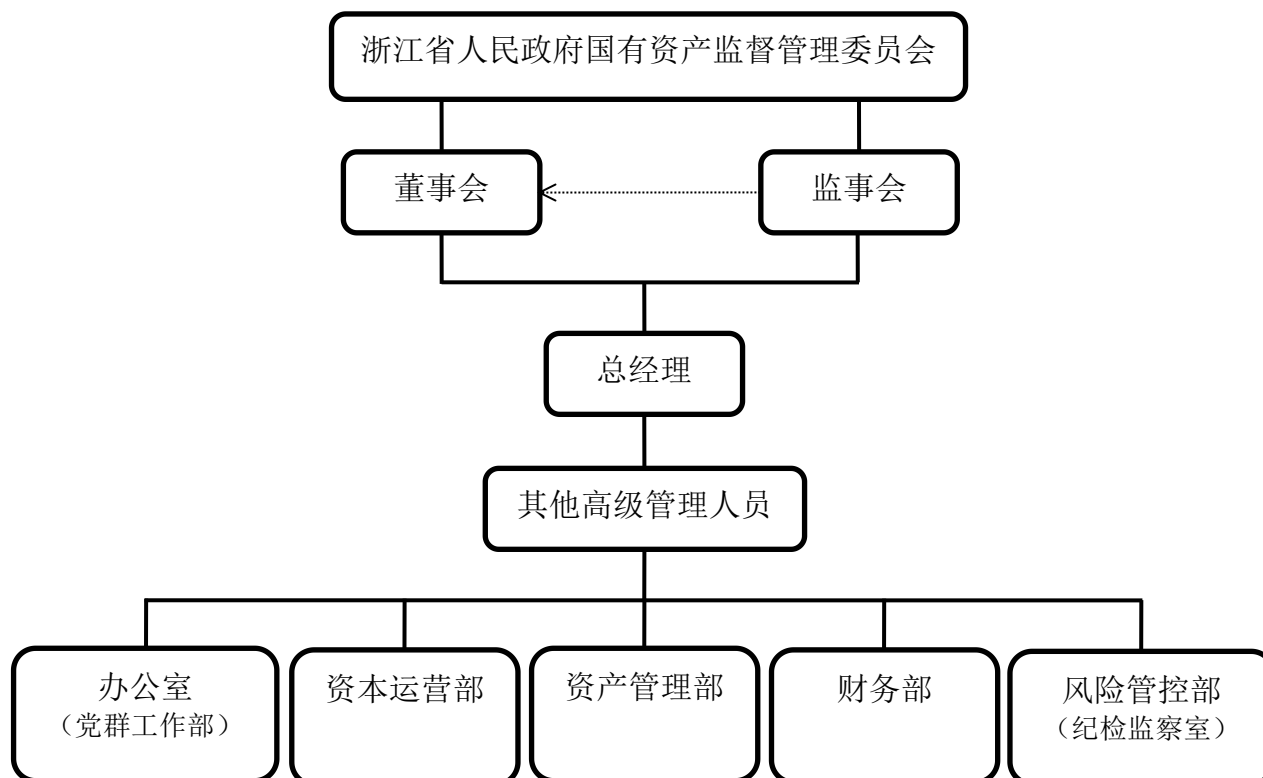
九、综合评价

公司作为具有浙江省国资委背景的运营平台类公司，在政治背景、财政支持、国有资产存量资本无偿划转等方面具备综合竞争优势；从控股、参股企业来看，公司涉及到建筑、大宗商品贸易、房地产、金融、租赁等行业，具备全面覆盖的优势。同时，联合评级也关注到因宏观经济下滑等因素工程施工及相关业务的坏账损失的增加对企业净利润带来的负面影响。

未来随着公司规模的继续扩张、产业投资的深入以及公司体系的不断完善，并且子公司浙江物产将借助物产中大上市，公司的经营规模和影响力有望继续保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 浙江省国有资本运营有限公司
组织结构图



附件2-1 浙江省国有资本运营有限公司
2012年~2015年3月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	420,757.06	434,675.06	577,968.60	17.20	1,168,446.02
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	50.76	14.58	1,812.75	497.58	17,247.22
衍生金融资产	--	--	--	--	1,122.89
应收票据	10,992.43	13,489.51	52,560.68	118.67	214,881.06
应收账款	464,291.54	519,581.33	744,138.83	26.60	1,067,738.57
预付款项	137,594.64	134,998.82	270,207.78	40.14	1,101,662.09
应收利息	--	176.32	--	--	2,500.97
应收股利	--	--	6,872.74	--	7,159.19
其他应收款	240,915.07	255,099.33	433,423.80	34.13	685,253.54
存货	1,188,728.91	1,469,895.10	1,573,340.61	15.05	4,393,426.38
划分为持有待售的资产	--	--	13,846.20	--	13,846.20
一年内到期的非流动资产	--	22,156.50	48,945.85	--	107,715.21
其他流动资产	6,676.93	29,600.04	23,568.39	87.88	517,297.76
流动资产合计	2,470,007.34	2,879,686.59	3,746,686.24	23.16	9,298,297.09
非流动资产：					
可供出售金融资产	52,337.74	99,171.28	111,283.98	45.82	256,441.56
持有至到期投资	--	--	--	--	--
长期应收款	93,105.26	173,901.95	235,614.92	59.08	461,121.91
长期股权投资	57,184.27	38,001.95	36,508.01	-20.10	155,228.72
投资性房地产	24,558.11	60,567.53	61,324.16	58.02	275,386.04
固定资产	109,050.23	127,445.49	328,025.41	73.44	717,091.62
在建工程	11,334.67	13,838.02	37,634.89	82.22	77,232.37
工程物资	--	--	--	--	212.78
固定资产清理	--	--	--	--	1.38
无形资产	45,134.85	44,530.45	80,976.86	33.94	216,065.57
开发支出	--	--	107.56	--	351.95
商誉	456.35	456.35	179,926.21	1,885.63	210,128.33
长期待摊费用	2,458.69	4,390.48	5,440.65	48.76	28,744.77
递延所得税资产	7,100.90	7,868.77	12,958.86	35.09	108,359.69
其他非流动资产	6,839.14	11,693.45	30,934.01	112.68	101,616.70
非流动资产合计	409,560.22	581,865.72	1,120,735.54	65.42	2,607,983.38
资产总计	2,879,567.56	3,461,552.31	4,867,421.77	30.01	11,906,280.47

附件2-2 浙江省国有资本运营有限公司
 2012年~2015年3月合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012年	2013年	2014年	变动率(%)	2015年3月
流动负债：					
短期借款	402,989.32	490,109.00	490,051.08	10.27	1,796,744.73
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	--	--	--	--	10,294.15
衍生金融负债	--	--	--	--	629.28
应付票据	102,972.84	125,975.96	334,077.39	80.12	1,105,909.62
应付账款	642,728.56	844,167.49	1,222,608.23	37.92	1,503,780.52
预收款项	379,553.32	469,615.23	493,185.43	13.99	1,422,945.02
应付职工薪酬	10,767.51	62,134.96	92,759.00	193.51	51,175.05
应交税费	60,584.49	67,914.71	84,748.57	18.27	106,900.56
应付利息	1,169.52	1,972.43	2,237.63	38.32	21,654.95
应付股利	2,999.42	849.98	795.73	-48.49	3,198.17
其他应付款	555,419.75	610,085.90	1,048,109.05	37.37	1,312,189.62
一年内到期的非流动负债	55,300.00	90,846.50	71,776.72	13.93	117,982.30
其他流动负债	40,394.40	43,030.22	700.00	-86.84	719,389.34
流动负债合计	2,254,879.13	2,806,702.38	3,841,048.83	30.52	8,172,793.29
非流动负债：					
长期借款	91,543.57	66,248.06	227,796.08	57.75	491,353.57
应付债券	--	60,567.00	60,567.00		403,852.92
长期应付款	38,200.98	57,744.12	136,967.12	89.35	141,716.52
专项应付款	8,844.67	5,030.38	9,757.91	5.04	14,597.34
预计负债	--	--	--	--	1,990.65
递延收益	9,975.53	1,180.62	1,894.55	-56.42	
递延所得税负债	--	12,168.19	11,440.98	--	79,130.31
其他非流动负债	17,754.97	4,050.59	4,050.59	-52.24	7,267.26
非流动负债合计	166,319.72	206,988.96	452,474.23	64.94	1,157,099.88
负债合计	2,421,198.85	3,013,691.34	4,293,523.06	33.17	9,329,893.17
所有者权益：					
实收资本	1,000.00	1,000.00	180,000.00	1,241.64	180,000.00
资本公积	211,813.25	253,144.70	92,634.53	-33.87	778,930.21
减：库存股	--	--	--	--	--
其他综合收益	--	2,404.08	2,701.66	--	5,039.94
专项储备	--	200.97	484.45	--	1,256.33
盈余公积	363.35	458.71	503.69	--	503.69
未分配利润	50,285.97	89,035.89	102,000.71	17.74	121,258.13
外币报表折算差额	-58.69	--	--	42.42	--
归属于母公司所有者权益合计	263,403.88	343,840.27	375,623.38	9.71	1,086,988.30
少数股东权益	194,964.82	101,616.63	195,573.68	34.82	1,489,399.00
所有者权益合计	458,368.71	447,860.97	573,898.71	17.68	2,576,387.30
负债和所有者权益总计	2,879,567.56	3,461,552.31	4,867,421.77	16.01	11,906,280.47

附件 3 浙江省国有资本运营有限公司

2012 年~2015 年一季度合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率 (%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	4,036,560.54	4,794,757.21	5,298,054.09	14.57	5,676,256.88
减: 营业成本	3,746,220.43	4,466,690.18	4,915,577.39	14.55	5,448,136.79
营业税金及附加	111,355.61	125,492.64	136,167.90	10.58	43,657.02
销售费用	6,351.59	7,635.63	7,589.57	9.31	38,586.99
管理费用	93,712.28	96,990.91	116,300.82	11.40	66,076.02
财务费用	19,690.02	20,108.76	40,772.66	43.90	31,736.83
资产减值损失	4,847.31	6,073.15	42,555.71	196.30	-1,712.27
加: 公允价值变动收益	0.13	--	--	-100.00	3,986.05
投资收益	2,647.30	12,328.98	7,594.43	69.37	9,259.19
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	1,147.58	10,298.60	-864.68	--	1,066.48
汇兑收益	--	--	--	--	0.00
二、营业利润	57,030.72	84,094.92	46,684.47	-9.52	63,020.74
加: 营业外收入	5,544.90	5,185.02	10,854.90	39.92	9,605.01
减: 营业外支出	3,699.64	4,425.01	3,728.31	0.39	3,076.44
其中: 非流动资产处置损失	215.26	800.91	326.86	23.23	210.43
三、利润总额	58,875.98	84,854.92	53,811.07	-4.40	69,549.31
减: 所得税费用	20,637.70	22,474.56	28,387.37	17.28	15,599.91
四、净利润	38,238.28	62,380.36	25,423.69	-18.46	53,949.40
其中: 归属于母公司所有者的净利润	18,187.65	39,055.78	14,757.35	-9.92	19,257.42
少数股东损益	20,050.63	23,324.58	10,666.34	-27.06	34,691.98

附件 4 浙江省国有资本运营有限公司
2012 年~2015 年一季度合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	3,820,350.46	4,594,855.44	4,617,497.46	9.94	6,752,318.64
收到的税费返还	27.59	226.19	547.00	345.26	28,720.05
收到其他与经营活动有关的现金	114,198.37	137,401.51	260,880.45	51.14	945,263.50
经营活动现金流入小计	3,934,576.42	4,732,483.14	4,878,924.92	11.36	7,726,302.18
购买商品、接受劳务支付的现金	3,545,047.76	3,157,427.11	3,129,775.80	-6.04	6,516,904.52
支付给职工以及为职工支付的现金	102,259.92	1,138,791.09	1,233,116.93	247.26	351,968.06
支付的各项税费	135,964.89	165,572.93	171,704.07	12.38	161,142.58
支付其他与经营活动有关的现金	116,681.66	124,842.36	279,247.65	54.70	650,902.30
经营活动现金流出小计	3,899,954.22	4,586,633.49	4,813,844.46	11.10	7,680,917.45
经营活动产生的现金流量净额	34,622.20	145,849.65	65,080.46	37.10	45,384.73
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	373.36	893.72	5,227.04	274.16	156,816.37
取得投资收益收到的现金	1,210.63	1,853.85	--	76.72	5,412.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1,832.65	1,899.04	3,780.79	99.92	6,080.39
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	47.69	431.91	119.28	58.15	1,579.49
收到其他与投资活动有关的现金	42,982.03	72,073.64	453,313.13	224.75	745,880.47
投资活动现金流入小计	46,446.36	77,152.17	469,764.62	218.03	915,769.09
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	18,993.36	38,429.98	62,918.43	82.01	28,198.00
投资支付的现金	5,711.31	91,218.23	138,418.57	392.30	387,091.16
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	--	35,697.53	205,528.63	--	1,386.16
支付其他与投资活动有关的现金	50,846.02	146,470.13	476,013.54	205.97	624,880.46
投资活动现金流出小计	75,550.70	311,815.88	882,879.18	241.85	1,041,555.79
投资活动产生的现金流量净额	-29,104.33	-234,663.71	-413,114.56	276.75	-125,786.70
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	742.50	51.60	1,045.00	18.63	150.00
发行债券所收到的现金	--	59,820.00	--	--	0.00
取得借款收到的现金	532,052.22	725,559.30	834,521.48	25.24	2,170,112.58
收到其他与筹资活动有关的现金	55,804.51	55,570.15	472,714.50	191.05	105,559.04
筹资活动现金流入小计	588,599.23	841,001.05	1,308,280.98	49.09	2,275,821.62
偿还债务支付的现金	538,107.94	623,201.86	722,763.96	15.89	1,517,593.31
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	53,313.81	61,403.22	70,266.92	14.80	63,053.44
支付其他与筹资活动有关的现金	13,935.42	61,691.10	71,471.06	126.47	57,416.25
筹资活动现金流出小计	605,357.18	746,296.17	864,501.94	19.50	1,638,063.01
筹资活动产生的现金流量净额	-16,757.95	94,704.87	443,779.04	--	637,758.62
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	24.30	209.74	-14.67	--	1,849.96
五、现金及现金等价物净增加额	-11,215.78	6,100.55	95,730.27	--	559,206.61
加: 期初现金及现金等价物余额	381,692.01	370,476.23	376,576.79	-0.67	472,307.06
六、期末现金及现金等价物余额	370,476.23	376,576.79	472,307.06	12.91	1,031,513.67

附件 5 浙江省国有资本运营有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
 (单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	38,238.28	62,380.36	25,423.69	-18.46
加: 资产减值准备	4,847.31	6,073.15	42,555.71	196.30
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	13,108.60	14,020.85	16,942.71	13.69
无形资产摊销	1,389.23	1,371.73	1,602.05	7.39
长期待摊费用摊销	461.29	600.11	644.43	18.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	76.17	566.50	-1,329.13	--
固定资产报废损失	0.52	0.00	0.00	-100.00
公允价值变动损失	-0.13	0.00	0.00	-100.00
财务费用	16,588.75	21,783.88	43,551.41	62.03
投资损失	-5,587.30	-12,328.98	-7,594.43	16.59
递延所得税资产减少	599.92	-517.01	-1,841.61	--
递延所得税负债增加	-60.72	-234.11	73.27	--
存货的减少	-117,175.78	-264,069.23	-372,592.34	78.32
经营性应收项目的减少	-67,741.76	-48,519.67	-261,921.54	96.63
经营性应付项目的增加	149,860.01	364,504.39	579,328.83	96.62
其他	17.82	217.68	237.42	265.00
经营活动产生的现金流量净额	34,622.20	145,849.65	65,080.46	37.10

附件 6 浙江省国有资本运营有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	8.81	9.27	7.95	5.93
存货周转次数(次)	3.34	3.36	3.23	1.82
总资产周转次数(次)	1.45	1.51	1.27	0.68
现金收入比率(%)	94.64	95.83	87.15	118.96
盈利能力				
总资本收益率(%)	7.54	7.13	5.02	2.08
总资产报酬率(%)	3.75	3.49	2.54	1.23
净资产收益率(%)	8.92	13.77	4.98	3.43
主营业务毛利率(%)	7.06	6.67	7.14	3.99
营业利润率(%)	4.43	4.22	4.65	3.25
费用收入比(%)	2.97	2.60	3.11	2.40
财务构成				
资产负债率(%)	84.08	87.06	88.21	78.36
全部债务资本化比率(%)	60.20	66.19	67.37	61.22
长期债务资本化比率(%)	16.65	22.07	33.44	28.70
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	4.87	2.36	3.59
EBITDA 全部债务比(倍)	0.17	0.14	0.11	0.03
经营现金债务保护倍数(倍)	0.05	0.17	0.05	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.01	-0.10	-0.29	-0.02
流动比率(倍)	1.10	1.03	0.98	1.14
速动比率(倍)	0.57	0.50	0.57	0.60
现金短期债务比(倍)	0.72	0.60	0.71	0.46
经营现金流动负债比率(%)	1.54	5.20	1.69	0.56
经营现金利息偿还能力(倍)	0.77	5.61	1.23	1.34
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	0.12	-3.41	-6.58	-2.38
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.12	0.62	1.66	0.76

附件 7 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)
本次债券偿债能力	
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 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 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 8 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。

联合信用评级有限公司

关于浙江省国有资本运营有限公司

2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年浙江省国有资本运营有限公司审计报告完成后的两个月内对浙江省国有资本运营有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

浙江省国有资本运营有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。浙江省国有资本运营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注浙江省国有资本运营有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现浙江省国有资本运营有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如浙江省国有资本运营有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至浙江省国有资本运营有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站予以公布并同时报送浙江省国有资本运营有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年七月二十九日

