

# 浙江省国有资本运营有限公司 2020 年公开发行短期公司债券（第二期）跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：段 斌 bduan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 04 月 13 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 0197号

## 浙江省国有资本运营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 浙资 S2”的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年四月十三日

**评级观点：**中诚信国际维持浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“浙资运营”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 浙资 S2”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了突出的国有资本运营平台地位、供应链集成服务业务收入增长态势良好且保持行业领先地位、工程施工业务稳步推进且项目量充足和融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到对外贸易环境变化、公司未来资本支出压力较大、资产负债率较高且短期债务规模较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

### 概况数据

浙资运营（合并口径）	2017	2018	2019	2020.9
总资产（亿元）	1,528.19	1,736.38	2,026.26	2,391.99
所有者权益合计（亿元）	401.87	491.68	553.19	592.97
总债务（亿元）	488.15	550.48	651.51	809.68
短期债务（亿元）	387.91	395.50	407.89	539.19
营业总收入（亿元）	3,339.56	3,679.04	4,384.50	3,523.07
净利润（亿元）	32.68	50.04	55.85	46.61
EBITDA（亿元）	73.03	97.27	108.40	-
经营活动净现金流（亿元）	-115.75	43.43	50.71	-110.66
资产负债率(%)	73.70	71.68	72.70	75.21
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.25	0.27	-
浙资运营（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.9
总资产（亿元）	139.49	183.68	211.12	241.27
所有者权益合计（亿元）	112.61	137.24	144.36	148.31
总债务（亿元）	15.92	41.81	61.84	78.56
短期债务（亿元）	0.00	10.00	10.00	16.00
营业总收入（亿元）	0.17	0.03	0.03	0.00
净利润（亿元）	4.81	3.98	4.42	7.26
EBITDA（亿元）	5.64	5.25	6.63	-
经营活动净现金流（亿元）	4.85	-8.58	-0.82	11.29
资产负债率(%)	19.27	25.28	31.62	38.53
EBITDA/短期债务(X)	--	0.53	0.66	-

注：中诚信国际根据 2018 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计的财务报表整理；中诚信国际分析时将公司其他应付款、其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务。

### 正面

- **突出的国有资本运营平台地位。**公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在新一轮国企改革中地位突出，随着其不断发挥战略投资功能与资源配置功能，未来发展前景良好。
- **供应链集成服务业务收入增长态势良好，保持行业领先地位。**公司钢材、煤炭和化工产品销售规模进一步增长，同时汽车经销业务保持增长，带动公司供应链集成服务进一步发展，核心贸易品种在全国仍处于领先地位，经营稳健。

### 同行业比较

2019 年部分投资控股企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
浙江省国有资本运营有限公司	2,026.26	553.19	72.70	4,384.50	55.85	50.71
山东省国有资产投资控股有限公司	1,415.72	329.15	76.75	716.66	23.63	27.30
福建省投资开发集团有限责任公司	1,188.12	547.46	53.92	43.66	22.28	12.51
陕西投资集团有限公司	1,674.17	567.76	66.09	773.53	31.33	33.10

资料来源：中诚信国际整理

■ **工程施工业务稳步推进，项目量充足。**2019 年，公司工程施工业务稳步推进，新签合同额进一步增加，项目量充足，这为公司未来收入的稳定增长提供了保障。

■ **融资渠道畅通。**截至 2020 年 9 月末，公司共获得银行等金融机构授信 2,725.86 亿元，其中尚未使用额度为 1,960.86 亿元；另外，公司下属子公司物产中大系上市公司，融资渠道畅通；2019 年 12 月底，子公司浙建集团借壳多喜爱上市完成资产交割，融资渠道进一步拓宽。

### 关注

■ **对外贸易环境变化。**2019 年以来，大宗商品市场景气度上升，但各国贸易保护主义升级、国际贸易摩擦加剧，对外贸易环境变化较大，同时在新冠疫情冲击下，公司贸易品种价格及汽车销售受到一定影响，中诚信国际将持续关注对外贸易环境变化及疫情对公司供应链业务的影响。

■ **未来资本支出压力较大。**公司施工业务承揽的项目较多，对资金的需求较大，一定程度上加大公司资本支出压力；此外，公司多只基金处于投资阶段，未来尚需继续投入资金，未来投资压力较大。

■ **资产负债率较高，短期债务规模大。**截至 2020 年 9 月末，公司资产负债率 75.21%，仍维持在较高水平，总债务合计 809.68 亿元，其中短期债务 539.19 亿元，短期债务规模较大，债务结构有待优化。

### 评级展望

中诚信国际认为，浙江省国有资本运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，债务规模大幅增长等。

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
20 浙资 S2	A-1	A-1	2020/09/23	10.00	10.00	2020/10/14~2021/10/14	-

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“20 浙资 S2”募集资金 10 亿元，截至 2021 年 3 月末，募集资金已使用完毕，募集资金各次资金提取均履行了公司财务制度规定的审批程序。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2020 年，中国经济经历了因疫情冲击大幅下滑并逐步修复的过程，GDP 同比增长 2.3%，是大疫之年全球唯一实现正增长的主要经济体。受低基数影响，2021 年经济增长中枢将显著高于 2020 年，全年走势前高后低。

2020 年经济运行基本遵循了“疫情冲击一疫后修复”的逻辑，疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅下滑，二季度以来随着疫情得到控制和稳增长政策效果的显现逐步修复。从生产侧来看，工业生产反弹迅速且在反弹后维持了较高增速，服务业生产修复相对较为缓慢。从需求侧来看，政策性因素先复苏、市场性因素后复苏是其典型特征。这一特征在投资方面表现得尤为明显：基建投资、房地产投资率先复苏，市场化程度较高的制造业投资恢复较为缓慢；国有投资恢复较快，民间投资恢复相对较慢。此外，居民消费等受市场因素制约较大的变量改善有限。出口的错峰增长是需求侧最为超预期的变量，中国在全球率先复工复产为出口赢得了错峰增长的机会，使出口在下半年出现高速增长。从价格水平来看，“猪周期”走弱背景下 CPI 回落，需求疲弱 PPI 低位运行，通胀通缩压力均可控。但值得关注的是，虽然经济延续修复，但季调后的 GDP 环比增速逐季回落，经济修复动能边际趋弱。

**宏观风险：**尽管经济持续修复，但 2021 年经济运行仍面临内外多重挑战。从外部环境看，新冠疫情发展的不确定性依然存在，疫情对逆全球化的影

响短期内仍不会消除，大国博弈风险仍需担忧，外部不确定性、不稳定性持续存在。从国内因素看，经济修复仍然面临多重挑战。首先，国内经济复苏并不平衡，存在结构分化，这将影响经济修复的可持续性和质量。其次，应对疫情的稳增长政策导致非金融部门债务增长加快，宏观杠杆率上扬，还本付息压力突出，需警惕债务风险超预期释放引发系统性风险。再次，2020 年信用风险呈现先抑后扬走势，一些体制性、周期性、行为性信用事件强烈冲击资本市场，2021 年随着政策调整以及债务到期压力加大，信用风险释放或将加速，尤其需要警惕国企信用风险频发导致信用体系重构，加剧市场波动。第四，2020 年以来政府部门显性及隐性债务压力均有所加大，2021 年随着对地方政府债务管理的加强，地方政府债务风险或将在部分高风险区域有所暴露，在适当推动债务市场化处置的同时，仍需防范区域风险暴露对金融市场带来的冲击。

**宏观政策：**2020 年 12 月中央经济工作会议明确提出，“宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”，这意味着宏观政策将不会出现“急转弯”，但随着经济修复，宏观政策边际调整不可避免。财政政策将在 2020 年超常规发力的基础上边际收紧，但大幅收缩概率较低；货币政策将继续向常态化回归，坚持稳健灵活，保持流动性合理充裕，继续积极引导资金精准投向实体经济。值得一提的是，在着力构建以内循环为主体的新发展格局背景下，国内产业链、供应链堵点有望进一步打通，为短期经济复苏和中长期经济增长提供新动力。

**宏观展望：**疫后修复仍然是 2021 年经济运行的主旋律。从全年经济运行的走势来看，受基数效应的影响，2021 年中国经济增长中枢将显著高于 2020 年，甚至高于新常态以来的历年平均水平。基数效应导致的高增长将突出表现在第一季度，后续将逐步回落，全年呈现“前高后低”走势。但值得关注的是，宏观经济数据同比高位运行与微观主体感受分化较大，宏观经济分析需高度关注微观主体运行所面临的实际困难及经济数据的环比变化。

中诚信国际认为，虽然 2021 年政策性因素对

经济的支撑将有所弱化，但随着市场性因素的逐步发力，经济修复趋势将持续，但仍需警惕疫情反复可能导致的“黑天鹅”事件。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，中国经济中长期增长韧性持续存在。

## 近期关注

### 浙江省经济实力很强，在全国各省中排名靠前，整个区域经济增长态势良好，经济产业结构不断优化，为公司发展提供了良好的外部条件

浙江省地处我国东南沿海长三角经济带，是经济比较发达的沿海对外开放省份，经济发展的内在动力和活力较强，经济增长质量较好。

根据初步核算，2020年浙江省全年地区生产总值（GDP）为64,613亿元，比上年增长3.6%。其中，第一产业增加值2,169亿元，增长1.3%；第二产业增加值26,413亿元，增长3.1%；第三产业增加值36,031亿元，增长4.1%。三次产业增加值结构由上年的3.3:42.1:54.6<sup>1</sup>调整为3.3:40.9:55.8。2019年末全省常住人口5,850万人，比上年末增加113万人。

2020年固定资产投资比上年增长5.4%。非国有投资增长3.7%，占64.9%；民间投资增长2.6%。工业投资、制造业投资和装备制造业投资分别增长6.7%、3.4%和12.6%。2020年房地产开发投资比上年增长6.8%，其中住宅投资增长4.7%，办公楼投资增长14.3%，商业营业用房投资增长2.4%。商品房销售面积10250万平方米，增长9.3%；商品房销售额17145亿元，增长19.5%。

供给侧结构性改革继续深化。2020年规模以上工业企业平均产能利用率为79.1%，其中四季度已恢复至82.7%，高于上年全年1.4个百分点。全年规模以上工业增加值16,715亿元，比上年增长5.4%。其中，国有及国有控股企业增长3.8%，私营企业增

长4.0%；外商投资企业增长5.7%，港澳台商投资企业增长4.8%。17个传统制造业增加值增长2.3%。规模以上工业销售产值73,336亿元，增长1.8%，其中，出口交货值12,128亿元，增长0.5%。规模以上工业新产品产值率为39.0%，比上年提高1.3个百分点。列入国家“三新”统计的11种新产品中，新能源汽车（77.7%）、碳纤维及其复合材料（58.7%）、光缆（50.8%）、工业机器人（43.6%）、太阳能电池（39.3%）、集成电路（21.2%）等产量快速增长。

数字经济逆势成长。2020年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占GDP的27.0%。数字经济核心产业增加值7,020亿元，按可比价格计算比上年增长13.0%。在规模以上工业中，数字经济核心产业、健康产品、节能环保、文化、高端装备、时尚制造业增加值分别增长16.8%、14.3%、8.7%、7.9%、7.9%和4.9%；高技术、高新技术、装备制造、战略性新兴产业增加值分别增长15.6%、9.7%、10.8%和10.2%；人工智能产业增长16.6%。在战略性新兴产业中，新一代信息技术、新能源、生物、新材料产业增加值分别增长21.0%、14.8%、11.5%和5.2%。

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

### 2019年，钢铁价格随着供给扩大而有所下降，但仍然维持在较高水平；2020年以来，在新冠疫情等因素冲击下，钢材价格仍呈波动下行态势，三季度随着下游产业复苏、需求回暖，行业盈利水平有所企稳，但四季度铁矿石价格大幅上涨对成本管控造成很大压力

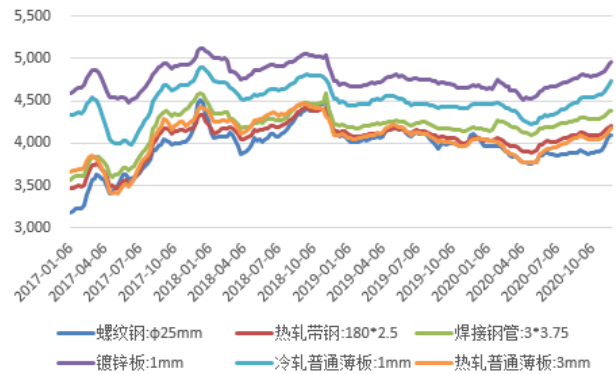
随着钢铁行业景气度的回升，较高的利润驱动下，钢铁企业生产意愿强烈，并通过技术手段提高生产效率，粗钢产量明显上升，2019年全国生铁、结构修订为3.3:42.1:54.6。

<sup>1</sup> 2019年浙江GDP修订为62,462亿元，三次产业增加值

粗钢和钢材产量同比分别增长 5.3%、8.3%和 9.8%，粗钢产量再创历史新高；2020 年 1~10 月，全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 7.4 亿吨、8.7 亿吨和 10.8 亿吨，同比分别增长 4.3%、5.5%和 6.5%。内需方面，国家出台了一系列政策来保障基建投资领域融资渠道畅通，2019 年钢铁行业市场需求较好，基建、房地产等下游行业运行稳定，国内粗钢表观消费量约 9.4 亿吨，同比增长 8.0%。2020 年疫情对上半年经济影响较大，但随着固定资产投资逐渐恢复，三季度投资增速较快，1~9 月房地产开发投资增速 5.6%；基础设施（不含电力）固定资产投资完成额同比增长 0.2%，增速年内首次由负转正；但受疫情影响，同期汽车销量同比下降 6.9%，全年或仍将保持下行趋势。此外，钢材出口方面，由于中美贸易摩擦加剧，2019 年钢材出口仍处于较为疲软的态势。

钢材价格方面，由于 2018 年钢材价格持续在高位运行，前期基数处于高点，加之钢材供给进一步扩大影响，2019 年钢材价格总体呈窄幅波动走势，全年中国钢材价格指数均值同比下降 5.9%；但整体来看，钢材价格仍维持在 3,700 元/吨以上。2020 年 1~4 月，中国钢材价格指数仍呈波动下行趋势，4 月底降至 97.0 点，同比降幅为 13.91%，钢铁企业利润空间进一步压缩；5 月以来随着下游需求的回暖，钢材价格指数回升，11 月初升至 108.94 点，各主要产品价格已基本升至上年末较好水平。

图 1：近年来我国部分钢材品种现货价格走势（元/吨）

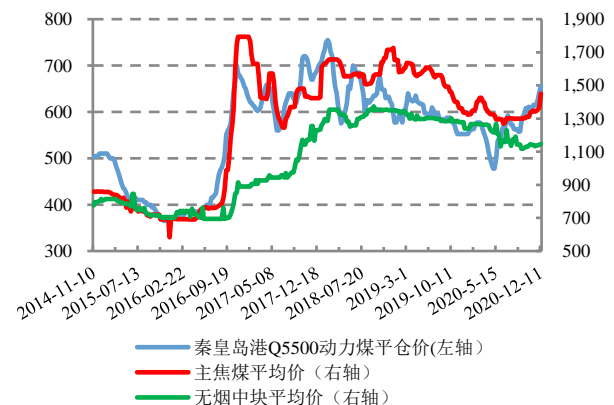


资料来源：choice，中诚信国际整理

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

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

图 2：2015 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤

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



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

**2020年以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，汽车行业加速回暖；预计随着经济持续复苏、居民消费信心增强以及促消费政策的延续，我国汽车市场景气度有望触底回升**

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列的各类整车和零部件生产及配套体系。2006~2019年，我国汽车销量年均复合增长率达10.2%，产量占全球比重亦由2006年的10.6%升至2019年的28.5%，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国。

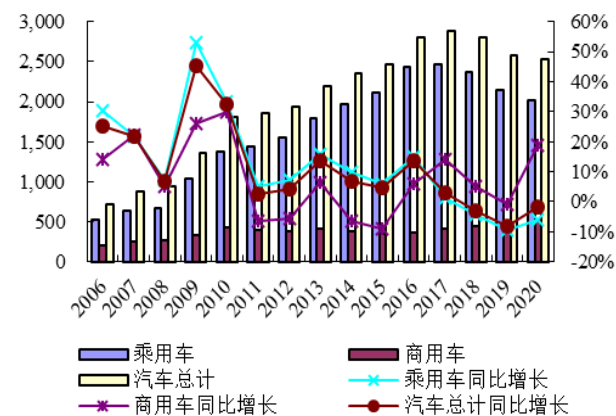
近年来，受小排量乘用车车辆购置税减半政策逐步退出、前期销量透支、国内经济下行压力较大及消费者信心不足等因素影响，我国汽车市场增速逐步放缓。据中国汽车工业协会统计，2017~2019年，我国汽车总销量分别为2,887.9万辆、2,808.1万辆和2,576.9万辆，销量增速分别为3.0%、-2.8%和-8.2%。2020年第一季度，受新冠肺炎疫情影响，各省市均进入一级响应状态，严格隔离举措、严控人员流动和车辆进出并推迟复工时间使得配件生产、整车制造及下游经销在内的汽车产业各个环节均受到较大影响，其中疫情中心湖北省为我国第四大汽车生产省级区域，拥有多家整车生产基地，受延期复工影响，汽车产能释放受阻，部分零部件企业停产断供，影响全国乃至全球的汽车供应链。2020

年1~2月，我国汽车产销量分别为204.8万辆和223.8万辆，同比大幅下降45.8%和42.0%。

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

2020年3月以来，随着疫情在国内得到有效控制以及在国家及地方出台促进汽车消费政策的带动下，汽车企业生产经营状况逐渐恢复并持续好转，行业产销加速回暖，4月我国汽车单月销量同比增速已由负转正并于5月开始持续保持两位数的增长速度。2020年，我国汽车产销分别完成2,522.5万辆和2,531.1万辆，同比分别下降2.0%和1.9%，降幅收窄至2%以内。短期看，随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的带动，市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望触底回升。但中诚信国际也关注到，当前国际环境仍然复杂严峻，世界经贸复苏进程迟缓，或间接影响我国经济增长，同时近期出现的如芯片供应紧张等问题或将对汽车生产造成不利影响，行业生产节奏可能有所放缓。

图3：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

从豪华车市场来看，受益于消费升级及豪华车

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

总体来看，近年来我国汽车市场景气度持续波动。2020年以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，行业产销加速回暖。中诚信国际认为，一段时间内预计政策刺激作用仍将持续，短期内我国汽车市场景气度有望回升，但仍应对市场需求的修复进度对汽车产销的影响保持关注。

### 新型城镇化、交通强国、一带一路等政策利好能够为建筑业带来持续需求，行业逐步由高速发展转为高质量发展

建筑业是国民经济的支柱产业之一，其发展与房地产开发、基础设施等固定资产投资保持着密切的关系。多年来我国建筑业整体保持了较好的发展态势，近五年（2014~2019）总产值实现了7.1%的年均增长。2019年，我国建筑业完成新签合同额28.92万亿元，实现总产值24.84万亿元，从订单保障情况来看，随着固定资产投资增长趋缓，新订单保障系数（当年新签合同/当年产值）指标自2017年达到峰值后有所回落，而考虑上年结转合同因素后的总订单保障系数仍不断提升，2019年为2.19倍。2020年上半年，我国建筑业企业实现新签合同额12.60万亿元，较上年同期增长4.73%，疫情冲击下我国建筑业平稳发展的基本面未发生改变。

图4：近年来我国建筑业整体发展情况



资料来源：国家统计局、中国建筑业协会，中诚信国际整理

近年来我国固定资产投资受到供给侧结构性改革、经济去杠杆、房地产调控等宏观政策影响，增速呈持续下降态势。特别是2018年在基建投资增速断崖式下跌的拖累下，固定资产投资增长压力进一步加大。2019年，全国固定资产投资（不含农户）增速延续下探态势至5.4%，较上年减少0.5个百分点，其中制造业投资受内外需不确定性等因素的影响同比明显走低；基础设施投资逐步企稳但维持低位，稳增长效果仍显不足；房地产业投资在前期拿地项目逐步进入开工期的带动下保持较强韧性，成为固定资产投资增速的重要支撑，但在严调控政策和融资收紧的双重约束下，年内增速呈现前高后低的走势。中诚信国际注意到，近年全社会固定资产投资虽然继续保持增长态势，但增速逐年回落，势必对建筑行业形成一定压力，而随着工程总承包模式的推行，以及建筑产业化、精细化管理和BIM技术的逐步普及应用，我国建筑业的发展质量仍在不断提升。

随着建筑业总产值和增加值屡创新高，中国已成为全球规模最大的建筑市场，行业龙头的业务体量稳居世界前列，在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2019年度全球承包商250强”排行榜中，中国大陆共有57家企业入围，排名靠前的以大型央企和省属建工为主。此外，随着“一带一路”倡议的不断落地，中资企业国际工程承揽规模亦不断扩大，在美国《工程新闻记录》（ENR）杂志发布的“2019年度国际承包商250强”排行榜中，中国大陆共有76家企业入围。整体来看，多年来中国建筑行业快速增长的市场容量和激烈的竞争环境催

生出了一批具有国际竞争力的建筑企业，并成为了中国企业“走出去”的先行者。

中诚信国际认为，国内新型城镇化和旧城改造等城市建设、更新需求仍将不断释放，交通强国等国家战略推进亦将为基础设施建设的长期发展提供有力支撑，加之“一带一路”倡议为行业发展带来的支撑，在未来一段时期我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，但行业内企业仍将持续处于激烈的市场竞争之中，具备技术、人才、精细化管理和投融资优势的建筑企业有望在行业演进的过程中持续受益。

### **跟踪期内，物产中大继续保持很强的规模优势；钢材、煤炭和化工产品销售规模进一步增长，同时汽车经销业务保持增长，带动公司供应链集成服务进一步发展**

公司的供应链集成服务业务主要由下属子公司物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”，股票代码：600704.SH）运营。物产中大是浙江省最大的省属贸易企业，各主要业务板块在省内处于领先地位，保持着很强的规模优势。2019年，公司供应链集成服务板块实现营业收入3,422.68亿元，同比增长18.11%。其中，金属、能源、化工等生产资料核心品种营业规模均位列全国前三，汽车服务业务在全国汽车经销商集团中位列综合实力排名第八。2020年1~9月，公司各成员单位积极主动开拓市场，并取得明显成效，大宗商品贸易业务收入规模同比增长28.55%。

公司供应链集成服务板块主要包括大宗商品贸易和汽车经销两大类。从贸易结构来看，公司主要以国内贸易为主，进出口贸易为辅，2019年实现进出口总额78.19亿美元，同比增长8.79%，内贸为主的结构能够更好的规避汇率波动等风险。

公司大宗商品贸易业务的主要贸易品种包括钢材、煤炭和化工产品，其中，钢材是公司最主要的贸易产品；受益于钢材市场景气度回升，公司扩大钢材贸易规模，加上钢材价格水平整体维持在较

高水平，2019年公司钢材贸易实现营业收入1,322.03亿元，同比上升25.83%。2020年1~9月，公司积极把握基建投资拉动钢材需求快速增长的机遇，加大与大型央企、国企的对接力度，钢材销量及销售金额较去年同期分别增长38.71%和15.73%；同时，利用国内外需求和价格倒挂契机，大力开拓钢材进口业务，钢材进口量实现大幅度增长。

煤炭方面，受2019年下游需求减弱影响，公司当期煤炭销量同比小幅下降，加上价格下行，2019年煤炭业务收入同比小幅下降至357.20亿元。2020年1~9月，公司煤炭销量及销售金额较去年同期分别增长19.38%和3.43%，受煤炭价格进一步回落影响，销售金额增幅较小。

化工产品方面，公司作为新加坡商品交易所OTC业务唯一做市商，通过打通国际国内橡胶CAD模式，带动2019年橡胶销量进一步增长；同时公司不断通过在油品、聚酯、聚烯烃、玉米等多个行业复制供应链模式，深度整合流通环节、提高盈利质量；2019年，公司化工产品贸易量的增长带动化工贸易收入同比增长6.59%至468.55亿元。2020年1~9月，受浙江物产化工集团有限公司优化垂直供应链商业模式及华欣聚酯项目落地等因素影响，公司液化及化纤产品贸易量大幅增长，带动化工产品销售总量同比增加31.43%。

**表 1：近年来物产中大大宗商品销售情况（万吨、亿元）**

	2017	2018	2019	2020.1~9
钢材销量	2,755.41	2,789.43	3,603.28	3,657.66
其中：进口量	2.19	1.90	65.83	413.99
出口量	286.42	285.81	35.17	40.65
钢材销售额	1,091.58	1,217.38	1,465.57	1,363.90
煤炭销售实物量	5,900.73	6,226.11	5,964.47	5,223.99
煤炭销售额	385.57	414.04	388.29	276.68
化工产品销售总量	661.52	686.10	749.66	792.83

注：以上销售金额为含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司汽车服务板块在浙江省内竞争优势明显，2019年在全国汽车经销商集团综合实力名列第八。截至2020年9月末，公司拥有4S店、2S店、综合

展厅等销售网点达到 191 家，其中 4S 店数量为 126 家，主要分布在浙江、江苏、福建等地。2019 年，公司通过线上线下一站式汽车新零售平台“车家佳”拓宽销售渠道，汽车销售量和销售金额同比分别增长 6.60% 和 9.41%；2020 年 1~9 月，受疫情影响，公司汽车线下销售受阻，销量同比下降 15.64%，但受益于销售车型单车均价提升，销售金额同比下降 6.19%。同时，在后服务市场，公司维修车辆和二手车拍卖业务同比保持增长，且汽车救援平台在浙江省救援业务的市场份额突破 50%。在汽车销量增长的带动下，公司 2019 年汽车服务（整车及后服务）实现收入 365.22 亿元，同比增长 13.12%。2020 年 1~9 月，受新冠疫情防控期间服务量下降影响，公司汽车后服务业务收入较上期同比下降 14.24%。

**表 2：近年来物产中大汽车经销业务情况**

	2017	2018	2019	2020.1~9
销售量（辆）	185,102	183,900	196,031	117,053
销售金额（亿元）	319.23	319.90	350.01	231.00
销售均价（万元/辆）	17.25	17.43	17.85	19.73
4S 店数量（家）	139	139	135	126
维修车辆（万辆）	167.65	170.76	172.71	116.12
二手车交易（辆）	55,637	80,700	124,919	111,586

资料来源：公司提供

物流是公司供应链集成服务的重要支撑，近年来公司物流资源持续完善，截至 2020 年 9 月末，公司已在杭州、上海、宁波、金华、无锡、天津等地共设立 11 个物流基地。2019 年，公司物流网点数已达 84 个（包含 34 个自控型网点和 50 个准入库），主要分布在华北、华东和华南等大宗商品核心物流节点。

中诚信国际认为，2019 年以来，物产中大继续在钢材、煤炭、化工及汽车方面保持显著的竞争优势，稳定的渠道和规模优势使得公司供应链集成服务收入保持快速增长。2020 年三季度，受市场价格波动和需求增加等影响公司大宗商品业务增速较快，但汽车服务板块因疫情影响受到较大冲击，中诚信国际将持续关注后期该板块业务运营压力。

### 跟踪期内浙建集团与多喜爱完成资产交割，实现整

### 体上市；浙建集团建筑施工业务继续保持省内龙头地位，区域化战略布局的日趋稳固，市场竞争力不断提升，新签合同额保持增长；同时，围绕建筑施工业务开展的工业制造、工程服务等业务保持良好发展趋势

公司工程施工板块运营主体主要包括子公司浙江省建设投资集团有限公司（以下简称“浙建集团”）及其下属子公司。浙建集团系浙江省国资委下属唯一建筑企业，浙江省内建筑行业龙头企业，在浙江省的重大工程承接方面有明显的竞争优势。

2019 年 4 月，浙建集团与多喜爱集团股份有限公司（以下简称“多喜爱”）控股股东签订股份转让协议，股份转让完成后，浙建集团直接持有多喜爱 29.83% 的股份，成为多喜爱第一大股东。2019 年 9 月，根据《多喜爱集团股份有限公司重大资产置换及换股吸收合并浙江省建设投资集团股份有限公司暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，多喜爱以其拥有的置出资产与浙资国运拥有的部分置入资产的交易定价等值部分进行置换，同时，多喜爱向交易对方以非公开发行股份的方式购买置入资产超出置出资产定价的差额部分，并对浙建集团进行吸收合并。吸收合并完成后，浙建集团将注销法人资格，多喜爱将承接浙建集团的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利和义务，浙建集团全体股东将成为多喜爱股东，合计持有多喜爱股权比例为 83.92%，其中浙资运营持股比例为 37.90%，浙资运营及其一致行动人合计持股 60.86%。截至 2020 年 4 月末，上述重大资产重组事项已完成，浙建集团控股股东变更为多喜爱，浙资国运持有多喜爱 37.90% 股份，实际控制人仍为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司建筑施工业务按业务类型分为房建和交通市政业务，其中房屋建筑工程是公司的核心业务，业务领域涵盖普通住宅、公共建筑以及小城镇、美丽乡村等新型业务，交通市政业务主要包括路桥、隧道、市政、交通设施施工和地铁施工等，占公司业务比重较低。2019 年，受益于我国城市化进

程的发展以及浙江省良好的经济发展，公司房建业务新签合同额进一步增加，占当期建筑业务新签合同总额的 84.53%；同期，公司把握浙江省基础设施建设大力推进以及亚运会带来的发展机遇，继续拓展交通市政业务，当期新签合同额与上年基本持平，占当期建筑业务新签合同总额的 15.47%，对建筑施工业务起到了重要补充作用。截至 2020 年 6 月末，公司在手合同额<sup>3</sup>为 1,800 亿元，现有项目储备较为充沛，能对公司未来稳定经营形成一定支撑。

**表 3：近年来浙建集团新签合同情况（亿元）**

业务类型	2017	2018	2019	2020.1-6
房屋建筑	830	901	1,033	555
交通市政	165	199	189	62
合计	995	1,100	1,222	618

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019 年，公司浙江房建业务省内新签合同额继续保持稳定增长，占比达 64.47%，外省和国外市场受竞争日益激烈影响，同比均有所下降，但仍能对新签合同额的增长形成较好支持。

**表 4：近年来浙建集团房屋建筑业务新签合同区域情况（亿元）**

业务区域	2017	2018	2019	2020.1-3
浙江	472	464	666	154
外省	295	365	311	104
国外	63	72	56	24
合计	830	901	1,033	282

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从客户结构来看，公司客户主要以政府或政府平台为主，辅以部分大型民营房地产开发企业，且不存在对单一客户依赖度较高的现象，有利于分散整体经营风险。2019 年，公司前五大客户收入合计 50.47 亿元，占当期营业总收入的 6.68%，同比小幅下降。

业务模式方面，公司建筑施工业务模式主要包括 EPC、施工总承包和 PPP 项目施工等。2019 年，公司继续巩固传统施工总承包模式的优势并推动 EPC 模式的发展，以实现业务模式的改革创新对施工业务的带动，其中总承包和 EPC 模式下新签合同

额同比均有所增长，PPP 模式受地方政府债务压降、监管环境变化以及公司控制资本运营项目总投资额等因素的影响，公司当期未新签订该模式下合同。

**表 5：近年来浙建集团新签合同业务模式情况（亿元）**

业务模式	2017	2018	2019	2020.1-3
EPC	177	224	397	97
PPP	128	98	--	--
总承包	690	778	825	210
合计	995	1,100	1,222	307

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司工业制造业务主要依托建筑施工业务充分发挥了产业链协同效应，主要业务包括建设工程机械、电力施工机械、环保机械、金属结构件以及起重机智能监控系统的设计等。公司在工业制造领域拥有起重设备安装工程专业承包壹级等多项资质。此外，子公司浙江省建设机械集团有限公司（以下简称“浙江建机”）是浙江省塔式起重机制造龙头企业，连续 10 余年被认定为国家高新技术企业。随着当地建筑行业的不断发展，工业制造业务经营规模保持较快增长，2019 年，实现收入 32.55 亿元，同比增长 41.46%。

公司工程服务业务主要包括建筑材料商贸物流、工程融资租赁、工程物业及工程咨询管理等，对公司主业形成了有益的产业链协同作用。其中，工程融资租赁业务包括为公司项目提供前期资金支持、周转材料融资和产业园建设等。2019 年，公司工程服务业务实现收入 20.39 亿元，同比下降 8.24%。跟踪期内，根据浙国资产权（2019）46 号《浙江省国资委关于同意协议转让浙江建设融资租赁有限公司 100%股权的批复》，公司将原子公司浙江建设融资租赁有限公司（以下简称“建设租赁”）的全部股权作价人民币 2.37 亿元，分别转让给幸福之江资本运营有限公司和富春有限公司。

### 公司期货和融资租赁业务均实现快速发展，金融服务业务收入大幅增长，风控压力亦随之增大

<sup>3</sup> 公司在手合同额为已开工未结算金额，不包含新签未开工的合同额。

公司金融服务业务主要由物产中大下属各子公司负责运营，涵盖期货、融资租赁和财务公司等，2019年实现收入51.06亿元，同比增长213.27%。

公司期货业务由中大期货有限公司（以下简称“中大期货”）负责经营。中大期货经营商品期货多年，是我国各大商品期货交易所会员单位。2019年，受益于期现结合业务规模的扩大，中大期货营业收入同比增长247.76%至25.63亿元；同期，净利润为-0.33亿元，主要系认购的私募基金逾期未兑付，中大期货对可供出售金融资产计提较大规模资产减值损失所致。2020年1-9月，中大期货实现营业收入7.32亿元，净利润为0.23亿元。

公司融资租赁业务由浙江物产融资租赁有限公司（以下简称“物产融租”）负责经营，主要业务涵盖乘用车租赁、商用车租赁以及公共事业类项目、工程机械类项目租赁。2019年，物产融租业务规模持续扩大，盾构机保有量持续增长，使得营业收入同比增长99.77%至34.96亿元；同期，受当期对部分涉诉事项计提资产减值损失等因素影响，其净利润同比大幅下降71.43%至0.10亿元。截至2020年9月末，物产融租发放贷款及垫款20.07亿元，融资租赁长期应收款规模为78.42亿元，无逾期未收回款项，公司已按相关规定对发放贷款、垫款和融资租赁款计提减值损失或风险准备金。

物产中大财务有限公司（以下简称“物产财务”）主要为成员单位提供财务和融资顾问服务等，有助于公司提升资金管理能力和降低融资成本。截至2019年末，物产财务资产总额104.48亿元，2019年物产财务营业收入为2.49亿元，同比下降21.59%，主要系公司调整内部贷款利率，贷款规模减少所致；净利润为0.73亿元，同比增加7.26%，主要系物产财务为鼓励成员公司业务拓展，下调内部存款利率，且存款利率下调幅度较大所致。

另外，2017年，公司投资设立浙江富浙资本管理有限公司（以下简称“富浙资本”）和浙江富浙资产管理有限公司（以下简称“富浙资产”）。其中富浙

资本定位为资本运作及战略性投资平台，其下设子公司浙江富浙股权投资基金管理有限公司，主要负责浙江省国企改革发展基金的投资运作和其他投资业务拓展；富浙资产定位为资源配置平台，主要对股东划入的资产进行经营、出租等实现收益。

投资方面，浙资国运2020年度全年计划投资总额为58.23亿元。截至2020年9月末，浙资国运新增决策项目39个，决策金额56.42亿元，投放金额合计22.81亿元；续投项目15个，投放金额15.44亿元。其中新兴产业领域投资项目9个，涉及金额15.54亿元。项目退出方面，截至2020年9月末，公司退出项目合计75个，回收资金35.33亿元，其中成本29.35亿元，收益5.98亿元。

基金业务方面，公司投资规模较大的基金系国新国同（浙江）投资基金合伙企业（以下简称“国新国同基金”，公司不参与该基金管理），该基金系国务院国资委批准设立的基金，总规模1,500亿元，分两期设立，主要投向航天、船舶、军民融合产业、新能源和可再生能源技术等。国新国同基金I期规模700.80亿元，由央企集团公司、大型金融集团等16家机构共同出资认购，公司以富浙资本下属浙江富浙投资有限公司（以下简称“富浙投资”）作为参与主体，联合浙江省内其他5家大型国企认缴国新国同基金I期100亿元，其中公司认缴30亿元，在富浙投资的持股比例为30%，系富浙投资控股股东。富浙投资在基金份额占比14.27%，该基金计划存续期5年，可延长两次退出期，每次延长期限不超过1年，基金收益主要为投资收益，截至2020年9月末，国新国同基金I期已投项目18个，投资金额约276.7亿元，截至2020年9月30日，公司对国新国同基金I期认缴金额30亿元，已全部实缴到位。

## 财务分析

以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告以及未

经审计的 2020 年三季度财务报表。公司财务报表使用新会计准则编制，为合并口径数据，其中 2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据为审计报告期末数。

### 跟踪期内公司业务稳步开展，收入规模稳定增长，利润总额主要由公司经营性业务利润和投资收益构成，盈利能力较好

公司经营业务仍然以子公司物产中大经营的供应链集成服务业务和浙建集团负责的建筑施工业务为核心，同时还覆盖了金融服务、工业制造、工程服务、安保守押、盐类及盐化工等产品销售、房产销售等板块，形成了多元化业务布局。2019 年，公司实现营业总收入 4,384.50 亿元，同比增长 19.18%。分板块来看，2019 年，公司供应链集成服务业务收入为 3,422.68 亿元，占比 78.06%，同比增长 18.11%，仍然是公司最重要的核心业务和收入来源；工程施工业务收入为 689.91 亿元，占比 15.74%，同比增长 15.98%，是公司第二大业务板块；其他业务板块占公司营业收入比重均较小，其中金融服务业务收入增长 213.27%，主要得益于物产中大下属期货和融资租赁业务规模扩张所致；工业制造业务收入增长 41.46%，主要受益于工程施工板块业务增长带来的良好的产业链协同效应；主营业务中的其他业务同比增长 86.41%，主要系 2019 年浙江省国资委将浙江安邦护卫集团有限公司 100% 国有产权无偿划转至公司，公司业务收入新增守押安防类服务收入 19.25 亿元所致。2020 年三季度，公司实现营业总收入 3,523.07 亿元。

毛利率方面，2019 年，公司实现综合毛利率 3.40%，较上年小幅下降 0.12 个百分点。公司收入主要来源于供应链集成服务，其中大宗商品贸易收入占比较大，由于贸易行业特性，公司毛利率一直处于相对较低水平。2020 年三季度，公司综合毛利率为 3.54%。

表 6：公司营业总收入及毛利率情况（亿元）

收入	2018	2019	同比增减
<b>主营业务收入</b>	<b>3,649.42</b>	<b>4,340.91</b>	<b>18.95%</b>
供应链集成服务	2,897.79	3,422.68	18.11%
工程施工	594.86	689.91	15.98%
高端实业	71.49	80.03	11.96%
金融服务	16.30	51.06	213.27%
工业制造业务	23.01	32.55	41.46%
工程服务业业务	22.22	20.39	-8.24%
其他	23.76	44.29	86.41%
<b>其他业务收入</b>	<b>25.48</b>	<b>39.43</b>	<b>54.73%</b>
<b>利息收入</b>	<b>1.94</b>	<b>2.01</b>	<b>3.60%</b>
<b>手续费及佣金收入</b>	<b>2.19</b>	<b>2.15</b>	<b>-1.67%</b>
<b>合计</b>	<b>3,679.04</b>	<b>4,384.50</b>	<b>19.18%</b>
毛利率	2018	2019	同比增减
<b>主营业务毛利率</b>	<b>3.18%</b>	<b>3.10%</b>	<b>-0.08 个百分点</b>
供应链集成服务	1.96%	1.79%	-0.17 个百分点
工程施工	4.12%	4.49%	0.37 个百分点
高端实业	18.89%	16.79%	-2.09 个百分点
金融服务	29.04%	18.41%	-10.62 个百分点
工业制造业务	14.67%	14.04%	-0.63 个百分点
工程服务业业务	8.48%	9.40%	0.93 个百分点
其他	47.52%	29.59%	-17.93 个百分点
<b>其他业务毛利率</b>	<b>37.18%</b>	<b>26.03%</b>	<b>-11.14 个百分点</b>
<b>利息收入</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>-</b>
<b>手续费及佣金收入</b>	<b>100.00%</b>	<b>100.00%</b>	<b>-</b>
<b>综合毛利率</b>	<b>3.52%</b>	<b>3.40%</b>	<b>-0.12 个百分点</b>

注：1、“其他”板块包含守押安防类服务、盐类及盐化工等产品销售、房产销售、融资租赁、咨询服务等业务收入；2、2019 年审计报告将公司 2018 年和 2019 年收入板块进行重分类，故未列示 2017 年营业收入细分情况；3、公司未提供 2020 年三季度收入明细。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年和 2020 年三季度，公司期间费用分别为 93.00 亿元和 71.63 亿元，期间费用占营业总收入的比例分别为 2.12% 和 2.03%，由于公司营收规模较大，期间费用占营业收入比重一直维持在较低水平。

利润总额方面，2019 年，公司实现利润总额 71.46 亿元，同比增长 8.68%，主要来自于经营性业务利润和投资收益。其中，经营性业务利润为 54.17 亿元；投资收益为 25.30 亿元，主要来自公司参股公司和处置股权产生的投资收益、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益和处置可供出售金融资产形成的投资收益以及处置金融工具取得的投资收益。2020 年三季度，公司实现利润总额 60.61 亿元，其中经营性业务利润 53.31 亿元，投资收益 10.65 亿元。

**表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

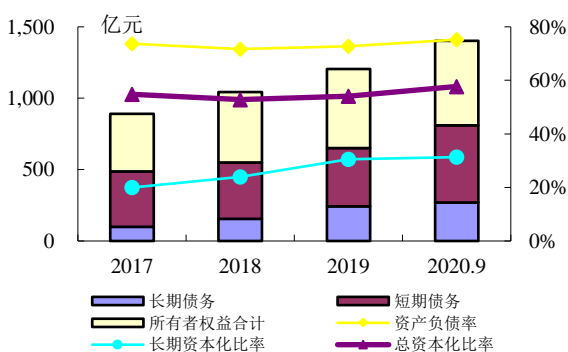
	2017	2018	2019	2020.9
期间费用合计	72.60	84.07	93.00	71.63
期间费用率(%)	2.17	2.29	2.12	2.03
经营性业务利润	28.71	43.57	54.17	53.31
资产减值损失	12.32	13.14	5.07	5.02
公允价值变动收益	0.14	-0.21	-1.73	-1.23
投资收益	18.92	31.32	25.30	10.65
营业外损益	-0.01	1.07	0.04	2.34
利润总额	44.69	65.75	71.46	60.61

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**随着公司业务不断拓展，公司的资产规模不断增长，且资产构成以流动资产为主，资产质量较好；跟踪期内，公司财务杠杆仍维持在较高水平，同比变动不大**

随着公司经营规模的逐步扩大，公司总资产规模持续增长。2019 年末，公司总资产为 2,026.26 亿元，同比增长 16.69%；同期末，公司负债总额为 1,473.07 亿元，同比增长 18.35%。所有者权益方面，2019 年末公司所有者权益为 553.19 亿元，同比增长 12.51%，主要系控股子公司物产中大和浙建集团的权益增长带动少数股东权益增长。2020 年 9 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 2,391.99 亿元、1,799.02 亿元和 592.97 亿元，均较上年末进一步增长。

财务杠杆方面，近年来公司财务杠杆基本维持平稳。2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.70%和 54.08%。2020 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 75.21%和 57.73%。

**图 5：2017~2019 年和 2020 年 9 月末公司资本结构**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产以流动资产为主。2019 年末以及 2020 年 9 月末，公司流动资产占总资产的比例分别为 62.78%和 66.44%。截至 2019 年末，公司流动资产为 1,272.07 亿元，同比增长 13.02%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，上述科目在流动资产占比分别为 21.52%、27.97%和 27.54%。其中，货币资金 273.80 亿元，同比增长 17.94%，公司货币资金主要系银行存款及现金，受限货币资金 38.36 亿元，主要系票据保证金、用于担保或质押的定期存款等；应收账款为 355.82 亿元，同比增长 27.73%，公司应收账款主要系浙建集团业务形成对客户的应收款和贸易业务的应收款，账龄一年以内的应收款占比在 88.82%左右，应收对象较为分散，对前五大客户的应收账款余额占比合计为 6.38%；公司存货为 350.27 亿元，主要包括库存商品、在途物资、工程施工等。截至 2020 年 9 月末，公司流动资产为 1,589.32 亿元，较 2019 年末增长 24.94%，其中新增合同资产 196.39 亿元，主要系根据新收入准则，将部分存货重分类至合同资产所致，同期末存货减少 26.31 亿元至 323.96 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动资产为 754.19 亿元，同比增长 23.47%，主要由可供出售金融资产、长期应收款和固定资产构成，其在非流动资产占比分别为 23.03%、33.28%和 14.41%。公司可供出售金融资产 173.73 亿元，主要系可供出售权益工具，其中按公允价值计量的有 34.59 亿元，按成本计量的 140.45 亿元，公司股票投资领域较为分散，市场波动对其收益影响不大；长期应收款 250.96 亿元，主要系物产中大融资租赁业务形成的长期融资款及浙建集团 PPP 项目工程预付款等；公司固定资产为 108.69 亿元，主要系与生产经营紧密相关的房屋建筑物、机器设备、运输设备、通用设备等。截至 2020 年 9 月末，公司非流动资产 802.67 亿元，较 2019 年末同比增长 6.43%。

负债构成方面，2019 年末和 2020 年 9 月末，公司负债以流动负债为主，流动负债的占比分别为 81.52%和 82.80%。截至 2019 年末，公司流动负债

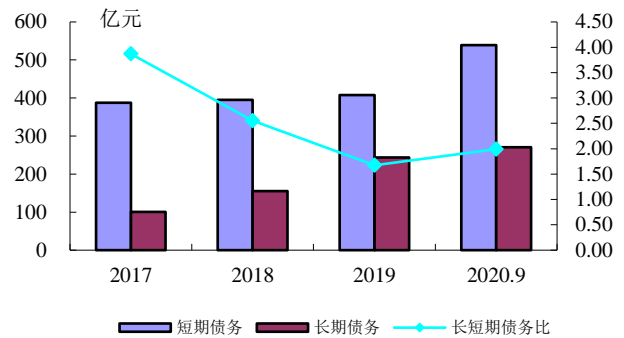


1,200.91 亿元，同比增长 13.15%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成，其在流动负债的占比分别为 12.88%、13.84%、33.41%、10.79%和 10.30%。其中，短期借款为 154.69 亿元，同比下降 10.27%，主要由物产中大和浙建集团开展业务形成借款，以信用借款和保证借款为主；应付票据 166.23 亿元，由商业承兑汇票和银行承兑汇票构成，以银行承兑汇票为主，占比约为 99%；应付账款 401.17 亿元，同比增长 16.37%，主要以应付大宗商品贸易业务供应商货款及房地产业务应付工程款为主，账龄大多在 1 年以内；公司预收款项 129.63 亿元，同比增长 33.84%，主要系预收工程施工款、货款和预收售房款等；其他应付款 123.68 亿元，同比增长 10.07%，主要包括押金保证金及与关联方借款等。截至 2020 年 9 月末，公司流动负债 1,489.51 亿元，较 2019 年末增长 24.03%，主要系当期短期借款增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 272.16 亿元，同比增长 48.41%，主要由长期借款和应付债券构成，其在非流动负债占比分别为 41.83%和 47.35%。其中，长期借款 113.86 亿元，同比增长 106.02%，主要信用借款和质押借款大幅增加所致，2019 年末，公司长期信用借款 14.68 亿元，利率区间为 4.35%~5.29%，质押借款 69.39 亿元，利率区间为 4.14%~16.70%；应付债券 128.88 亿元，主要系公司及子公司发行的中期票据、企业债券、公司债券等。截至 2020 年 9 月末，公司非流动负债增至 309.51 亿元，较 2019 年末增长 13.72%。

总债务方面，近年来随着公司业务规模扩张带来的资金需求的增加，导致债务规模也随之增加。2019 年末和 2020 年 9 月末，公司总债务规模分别为 651.51 亿元和 809.68 亿元。从债务构成来看，2019 年末和 2020 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.67 倍和 1.99 倍，短期债务规模分别为 407.89 亿元和 539.19 亿元，短期偿债面临一定压力。

图 6：2017~2019 年和 2020 年 9 月末公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**跟踪期内随着债务规模的攀升，公司经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本金的覆盖有所弱化，但仍能保障债务利息偿付；且公司拥有充足的外部授信和畅通的股权融资渠道，中诚信国际认为公司仍具备极强的偿债能力**

现金流方面，2019 年及 2020 年 1~9 月，公司经营活动净现金流分别为 50.71 亿元和 -110.66 亿元，其中 2019 年经营活动净现金流较 2018 年平稳增长；2020 年 1-9 月，受物产中大购买商品支付现金增加及浙建集团施工业务投入增加等因素影响，公司当期经营活动现金流呈现大幅净流出状态。同期，公司投资活动净现金流分别为 -76.70 亿元和 -2.75 亿元，其中 2019 年呈现大幅净流出状态主要系多喜爱借壳重组上市增加投资支付 12.53 亿元而使现金减少。同期，公司筹资活动净现金流分别为 80.45 亿元和 120.11 亿元，其中 2019 年筹资活动净现金流由负转正主要系当期发行债券、长期借款等筹资流入规模增加所致。

从经营性现金流对债务本息保障程度来看，2019 年，公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.08 倍和 2.36 倍，公司经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力有限，但对利息的覆盖有所提升。

获现能力方面，2019 年，公司 EBITDA 为 108.40 亿元，同比增长 11.44%，主要由利润总额构成。从 EBITDA 对债务本息的保障来看，2019 年，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.01 倍

和 5.04 倍，整体来看，EBITDA 对债务利息仍能够形成一定保障。

**表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2017	2018	2019	2020.9
短期债务	387.91	395.50	407.89	539.19
EBITDA	73.03	97.27	108.40	--
经营活动净现金流	-115.75	43.43	50.71	-110.66
投资活动净现金流	31.68	-12.71	-76.70	-2.75
货币资金/短期债务	0.53	0.59	0.67	0.54
EBITDA/短期债务	0.19	0.25	0.27	--
EBITDA 利息倍数	3.93	4.69	5.04	--
经营净现金流/短期债务	-0.30	0.11	0.12	-0.27*
经营净现金流/总债务	-0.24	0.08	0.08	-0.18*
经营活动净现金流/利息支出	-6.22	2.09	2.36	--
(CFO-股利)/总债务	-0.31	0.01	0.00	--
FCF/总债务	-0.38	-0.05	-0.06	--

注：标\*的指标三季度报数据已年化

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务到期分布方面，截至 2020 年 9 月末，公司存量债务为 809.68 亿元，其中一年以内到期债务 539.19 亿元，规模较大，但考虑到公司银行授信充足，融资渠道畅通，公司偿债风险可控。

银行授信方面，截至 2020 年 9 月末，公司从各主要合作金融机构获得综合授信额度为 2,725.86 亿元，尚未使用的授信额度达 1,960.86 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2020 年 9 月末，公司对外担保余额 7.64 亿元，其中包括物产中大对外担保金额 2.44 亿元以及浙建集团对外担保 5.21 亿元，担保金额较小，整体风险相对可控。

受限资产<sup>4</sup>方面，截至 2020 年 6 月末，公司受限资产合计 285.11 亿元，占当期末总资产的 12.15%，主要为抵押的货币资金、应收票据、应收账款和长期应收款等。

截至 2019 年末，未决诉讼方面，公司涉及的重大诉讼或仲裁案件，主要涉及物产中大和浙建集团，其中物产中大发生的未决诉讼及仲裁事项涉案金额约 16.93 亿元，公司已按预计可回收情况对相关涉诉款项全部或部分计提减值损失 8.20 亿元；浙建集团作为原告及被告的未决诉讼所涉及的诉讼标

的金额为 22.17 亿元，主要为与工程质量、工程款等相关的纠纷。中诚信国际将持续关注公司相关未决诉讼进展情况、款项回收情况及其对公司盈利能力的影

**过往债务履约情况：**根据公开资料显示，截至 2020 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据企业提供的《企业信用报告》，截至 2021 年 3 月 4 日，公司本部借款均能到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

## 外部支持

**作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在浙江省地位突出，能够得到浙江省政府的大力支持**

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

子公司物产中大在浙江省国资委的支持下，进行了多次资产整合，资本实力不断增强。2015 年 10 月，在浙江省政府的大力支持下，公司通过非公开发行股份吸收合并浙江物产，并向煌讯投资有限公司发行 0.17 亿股股份购买浙江物产之子公司物产国际 9.6% 股权，浙江物产实现整体上市；同时通过非公开发行 3.02 亿股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金 26.27 亿元；2019 年 10 月，物产中大通过非公开发行股票募集资金 38.15 亿元。子公司浙建集团作为浙江省国资委下属重要的施工企业，在业务协同、内部管理和资金等方面可以获

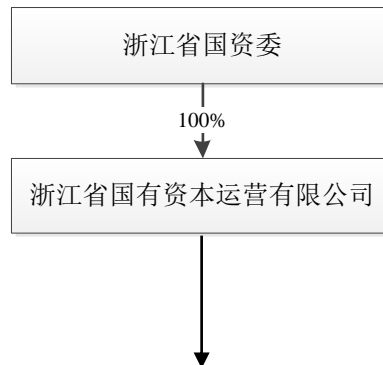
<sup>4</sup> 公司未提供截至 2020 年 9 月受限资产和未决诉讼情况。

得政府的大力支持，有利于公司整合内外部的资源，实现自身业务的快速发展。

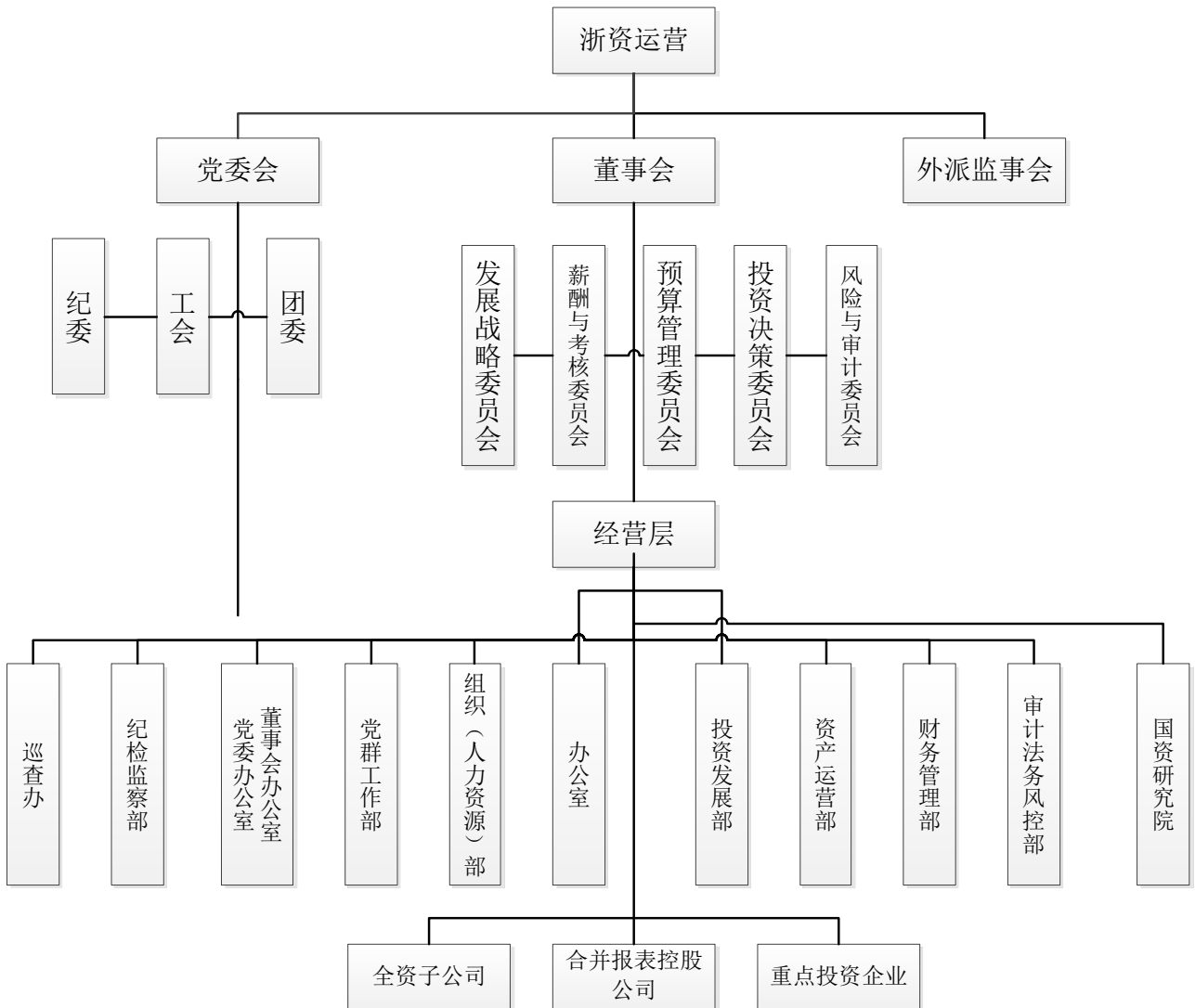
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持浙江省国有资本运营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 浙资 S2”的债项信用等级为 **A-1**。

## 附一：浙江省国有资本运营有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2020 年 12 月末）



全称	简称	持股比例
浙江富浙资本管理有限公司	富浙资本	100%
浙江富浙资产管理有限公司	富浙资产	100%
浙江省发展资产经营有限公司	发展资产	100%
浙江省富浙融资租赁有限公司	富浙融资租赁	81.63%
浙江省盐业集团有限公司	盐业集团	85%
浙江富物资产管理有限公司	富物资产	100%
浙江富建投资管理有限公司	富建投资	100%
多喜爱集团股份有限公司	多喜爱	37.9%
物产中大集团股份有限公司	物产中大	26.18%
浙江安邦护卫集团有限公司	安邦护卫	55.8%
浙江广安科贸有限公司	广安科贸	100%



资料来源：公司提供

## 附二：浙江省国有资本运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	2,054,626.46	2,321,585.95	2,737,977.45	2,896,992.34
应收账款净额	2,620,573.53	2,785,798.33	3,558,207.29	3,486,562.13
其他应收款	630,308.51	536,045.87	507,655.53	477,593.19
存货净额	2,814,834.39	3,216,500.11	3,502,683.96	5,203,486.94
长期投资	1,838,466.18	1,750,319.06	2,356,576.21	2,498,067.97
固定资产	903,604.51	1,040,563.49	1,086,941.77	1,285,451.10
在建工程	81,418.42	127,923.40	182,663.17	122,834.31
无形资产	217,035.00	298,623.12	287,950.25	325,693.86
总资产	15,281,886.69	17,363,834.11	20,262,569.80	23,919,902.85
其他应付款	906,302.17	1,123,652.50	1,236,777.16	1,447,210.94
短期债务	3,879,139.62	3,955,013.18	4,078,923.21	5,391,862.64
长期债务	1,002,368.99	1,549,827.69	2,436,130.85	2,704,920.11
总债务	4,881,508.61	5,504,840.87	6,515,054.06	8,096,782.75
净债务	2,826,882.14	3,183,254.93	3,777,076.61	5,199,790.42
总负债	11,263,207.99	12,447,069.75	14,730,698.73	17,990,215.31
费用化利息支出	181,859.16	189,627.44	214,690.86	--
资本化利息支出	4,165.96	17,945.52	202.76	--
所有者权益合计	4,018,678.71	4,916,764.36	5,531,871.07	5,929,687.53
营业总收入	33,395,618.39	36,790,373.85	43,844,980.46	35,230,686.86
经营性业务利润	287,078.32	435,729.23	541,746.37	533,100.57
投资收益	189,175.26	313,177.20	253,024.90	106,513.86
净利润	326,847.61	500,431.49	558,456.04	466,061.57
EBIT	628,731.30	847,173.35	929,280.58	--
EBITDA	730,261.32	972,708.61	1,084,020.17	--
经营活动产生现金净流量	-1,157,492.17	434,306.77	507,103.99	-1,106,649.65
投资活动产生现金净流量	316,760.66	-127,126.91	-766,996.30	-27,462.36
筹资活动产生现金净流量	835,205.56	-101,382.97	804,524.72	1,201,103.56
资本支出	343,680.79	330,578.14	381,995.77	239,980.91
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	3.01	3.41	3.31	3.47
期间费用率(%)	2.17	2.29	2.12	2.03
EBITDA 利润率(%)	2.19	2.64	2.47	--
总资产收益率(%)	4.38	5.22	4.94	4.76*
净资产收益率(%)	8.86	11.10	10.69	10.84*
流动比率(X)	1.01	1.06	1.06	1.07
速动比率(X)	0.72	0.76	0.77	0.72
存货周转率(X)	11.58	11.77	12.61	10.41*
应收账款周转率(X)	15.01	13.59	13.81	13.33*
资产负债率(%)	73.70	71.68	72.70	75.21
总资本化比率(%)	54.85	52.82	54.08	57.73
短期债务/总债务(%)	79.47	71.85	62.61	66.59
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.24	0.08	0.08	-0.18*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.30	0.11	0.12	-0.27*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-6.22	2.09	2.36	-
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-31.33	1.11	-0.02	-24.67*
总债务/EBITDA(X)	6.68	5.66	6.01	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.25	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.93	4.69	5.04	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.38	4.08	4.32	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司其他应付款、其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：浙江省国有资本运营有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.9
货币资金	20,756.76	67,273.16	96,487.75	416,280.91
应收账款净额	0.95	0.85	0.65	0.00
其他应收款	280,081.65	227,369.31	177,392.68	321,701.61
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,021,874.94	1,254,520.98	1,317,616.09	1,301,588.43
固定资产	11,030.40	10,605.28	10,151.61	9,860.61
在建工程	--	--	--	--
无形资产	2,164.10	2,135.22	5,307.06	1,349.95
总资产	1,394,906.56	1,836,837.67	2,111,186.73	2,412,727.90
其他应付款	65,528.57	8,837.67	21,210.45	109,387.86
短期债务	0.00	100,000.00	100,000.00	160,000.00
长期债务	159,209.12	318,082.73	518,366.70	625,587.72
总债务	159,209.12	418,082.73	618,366.70	785,587.72
净债务	138,452.36	350,809.57	521,878.95	49,306.81
总负债	268,776.72	464,395.87	667,602.35	929,592.71
费用化利息支出	6,048.00	12,219.36	21,411.02	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	1,126,129.84	1,372,441.80	1,443,584.38	1,483,135.19
营业总收入	1,689.31	265.57	265.90	23.39
经营性业务利润	-4,290.91	-8,870.69	-8,992.36	-7,077.97
投资收益	61,414.81	52,356.54	58,236.98	77,710.82
净利润	48,098.29	39,785.91	44,241.48	72,584.26
EBIT	55,260.61	52,016.50	65,652.54	--
EBITDA	56,384.12	52,547.21	66,251.15	--
经营活动产生现金净流量	48,510.99	-85,822.37	-8,179.99	112,917.95
投资活动产生现金净流量	-105,963.66	-138,245.45	-160,027.23	100,719.91
筹资活动产生现金净流量	-6,048.00	250,584.21	177,421.81	146,155.31
资本支出	190.00	68.23	3,233.81	1,119.81
财务指标	2017	2018	2019	2020.9
营业毛利率(%)	61.74	23.15	23.32	29.77
期间费用率(%)	296.25	3,303.83	3,262.81	29,731.53
EBITDA 利润率(%)	3,337.70	19,786.82	24,915.37	--
总资产收益率(%)	4.02	3.22	3.33	--
净资产收益率(%)	4.27	3.18	3.14	6.61*
流动比率(X)	5.25	4.15	2.98	3.28
速动比率(X)	5.25	4.15	2.98	3.28
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	1,778.22	295.07	354.54	95.96*
资产负债率(%)	19.27	25.28	31.62	38.53
总资本化比率(%)	12.39	23.35	29.99	34.63
短期债务/总债务(%)	0.00	23.92	16.17	20.37
经营活动净现金流/总债务(X)	0.30	-0.21	-0.01	0.19*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	-0.86	-0.08	0.94*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.02	-7.02	-0.38	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	26.67	-22.36	-5.94	15.68*
总债务/EBITDA(X)	2.82	7.96	9.33	--
EBITDA/短期债务(X)	--	0.53	0.66	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.32	4.30	3.09	--
EBIT 利息保障倍数(X)	9.14	4.26	3.07	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2019 年审计报告及 2020 年三季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际分析时将公司其他应付款、其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、带\*指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。



## 附五：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。