



# 浙江省建设投资集团股份有限公司 向不特定对象发行可转换公司债券 信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20230038D-02

---

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

## 跟踪评级安排

- 根据相关监管规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在信用评级结果有效期内，持续关注本次债券发行人经营或财务状况变化等因素，对本次债券的信用风险进行定期和不定期跟踪评级，并根据监管要求或约定在本公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）和交易所网站予以公告。
- 在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。
- 如发行主体、担保主体（如有）未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，本公司将根据有关情况进行分析并据此确认或调整主体、债券评级结果或采取终止、撤销评级等行动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 2 月 24 日

发行人及评级结果	浙江省建设投资集团股份有限公司	AA <sup>+</sup> /稳定
----------	-----------------	---------------------

本次债项评级结果	AA <sup>+</sup>
----------	-----------------

发行要素	拟发行总额不超过 10 亿元（含 10 亿元），发行期限为 6 年，转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；单利按年计息付息，到期归还尚未转股的可转债本金并支付最后一年的利息，募集资金扣除发行费用后拟投资于施工安全支护设备购置项目、年产 15 万方固碳混凝土制品技改项目、建筑数字化、智能化研发与建设项目和偿还银行贷款。
------	--

评级观点	中诚信国际肯定了浙江省建设投资集团股份有限公司（以下简称“浙江建投”或“公司”）在建筑施工领域具有很强的区域竞争优势，工程资质齐备，施工经验丰富，省内龙头地位突出；项目承揽能力较强，具有一定的项目储备；备用流动性良好且具有股权融资渠道等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司房建业务占比高，房地产市场调控或对公司业务承揽产生一定影响；公司对恒大集团有限公司（以下简称“恒大集团”）等出险房企计提大额减值，需持续关注在手房建项目的回款及后续减值情况；财务杠杆处于高位，资本结构亟待改善等因素对公司经营和整体信用状况造成的影响。
------	--

评级展望	中诚信国际认为，浙江省建设投资集团股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
------	--

调级因素	<p><b>可能触发评级上调因素：</b>资本实力显著增强；经营及业务承揽规模大幅上升；盈利能力明显提升且具有可持续性。</p> <p><b>可能触发评级下调因素：</b>经营及业务承揽规模大幅下降；盈利大幅弱化；项目回款情况滞后导致财务杠杆比率大幅攀升；债务过度扩张且投资回报率未及预期等。</p>
------	--

<b>正面</b>	
■	工程资质齐备，施工经验丰富，省内龙头地位突出
■	项目承揽能力较强，具有一定的项目储备
■	备用流动性良好且具有股权融资渠道
<b>关注</b>	
■	房建占比高，房地产市场调控或对公司业务承揽产生一定影响
■	公司对恒大集团等出险房企计提大额减值，需持续关注在手房建项目的回款及后续减值情况
■	财务杠杆处于高位，资本结构亟待改善

项目负责人：张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

项目组成员：李慧莹 hlyl@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## 财务概况

浙江建投（合并口径）	2019	2020	2021	2022.9
总资产（亿元）	793.24	870.80	992.46	1,083.28
所有者权益合计（亿元）	59.80	74.60	84.13	101.80
总负债（亿元）	733.44	796.21	908.33	981.48
总债务（亿元）	216.46	220.64	234.52	261.97
营业总收入（亿元）	756.49	795.50	953.35	694.51
净利润（亿元）	9.02	11.54	12.68	12.00
EBIT（亿元）	19.85	22.11	24.67	--
EBITDA（亿元）	22.74	25.34	29.34	--
经营活动净现金流（亿元）	-8.12	7.21	8.85	-5.24
营业毛利率（%）	5.53	5.52	5.18	4.88
总资产收益率（%）	2.50	2.66	2.65	--
EBIT 利润率（%）	2.62	2.78	2.59	--
资产负债率（%）	92.46	91.43	91.52	90.60
总资本化比率（%）	80.68	77.35	75.98	75.98
总债务/EBITDA（X）	9.52	8.71	7.99	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	2.28	2.43	2.67	--
FFO/总债务（X）	0.06	0.07	0.08	--

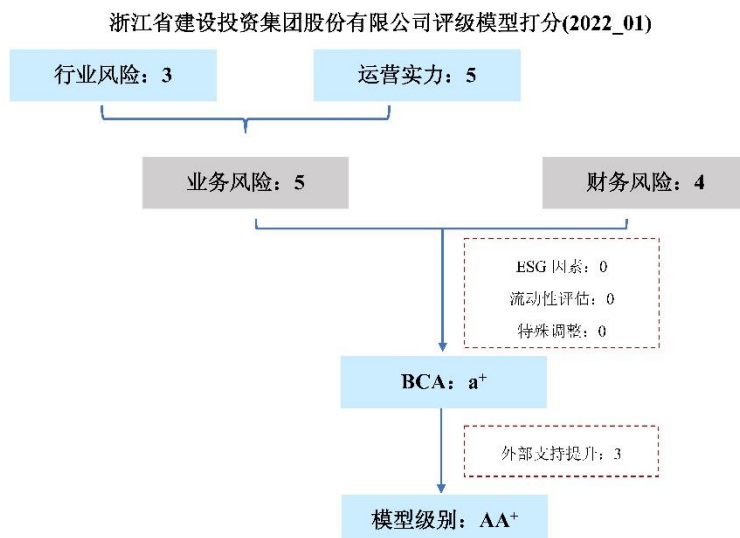
注：1、中诚信国际根据经天健国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年度审计报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年审计报告及未经审计的 2022 年三季度财务报表整理。其中，2019 年、2020 年财务数据分别采用了 2020 年、2021 年审计报告期初数，2021 年财务数据采用了 2021 年审计报告期末数。2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明。

## 同行业比较（2021 年数据）

公司名称	建筑新签合同额 （亿元）	营业总收入 （亿元）	EBIT 利润率 （%）	资产负债率 （%）	现金周转天数 （天）
福建建工集团有限责任公司	460.06	333.28	4.71	78.31	269
安徽建工集团控股有限公司	1,013.49	767.15	5.67	84.43	129
四川华西集团有限公司	1,039.22	819.07	3.23	85.81	92
<b>浙江省建设投资集团股份有限公司</b>	<b>1,292.36</b>	<b>953.35</b>	<b>2.59</b>	<b>91.52</b>	<b>57</b>

中诚信国际认为，与同业企业对比，浙江建投在浙江省内施工领域龙头地位稳固，浙江省良好的经济发展势头将为公司发展创造良好契机；近年来公司新签合同额稳中略增，业主结构以政府（平台）和国企客户为主，区域分布较为集中；房建项目计提大额信用减值对盈利能力造成较大侵蚀，两金管控压力加大，获现能力有所弱化，相关项目的回款有待关注；议价能力相对较强，现金周转率较高；财务杠杆处于行业高水平，债务以中长期为主，短期偿债压力较为可控；在手 PPP 等投融资项目投资压力不大，依靠内部资金周转和较强的外部融资能力可实现到期债务的接续。

## 评级模型



## 方法论

中诚信国际建筑行业评级方法与模型 C180000\_2022\_05

### ■ 业务风险:

浙江建投属于建筑行业，中诚信国际对中国建筑行业风险评估为中等；浙江建投在省内房建施工领域龙头地位稳固，施工资质齐备，项目承揽能力较强，但区域集中度较高，且民营房企业主项目、投融资项目的垫资和回款情况以及海外业务履约回款情况值得关注，业务风险评估为较低。

### ■ 财务风险:

受房建业务占比高及大额减值影响，浙江建投盈利能力相对较弱；同时，受房企流动性压力加大以及出险房企项目结算回款延期影响，两金规模增长较快，获现能力有所弱化；财务杠杆处于行业高水平，但债务期限结构以中长期为主，短期偿债压力较为可控，依靠内部资金周转和较强的外部融资能力可实现到期债务的接续，财务风险评估为中等。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对浙江建投个体基础信用等级无影响，浙江建投具有 a<sup>+</sup> 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

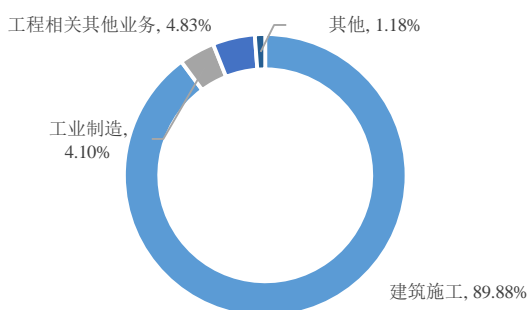
### ■ 外部支持:

公司控股股东和实际控制人对公司控制能力很强，在业务资源倾斜、内部管理和重组等方面可给予大力支持。此外，公司作为浙江省属最大的建筑施工企业，在促进地方经济发展、增加就业和税收等方面贡献突出。综合来看，当地政府和控股股东对公司的支持能力和支持意愿很强，外部支持调升 3 个子级。

## 发行人概况

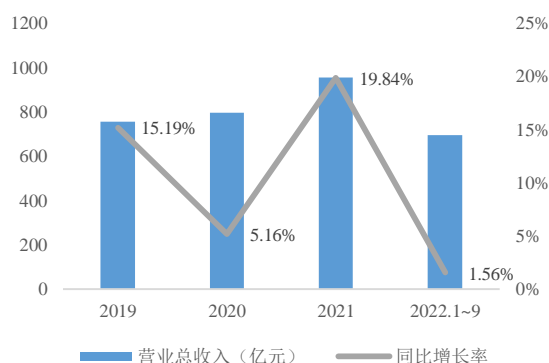
公司原为多喜爱集团股份有限公司（以下简称“多喜爱”），2015年6月在深交所上市（股票代码：002761.SZ），主营业务为纺织品生产销售。2019年12月，根据证监会批复，多喜爱以其全部资产和负债作为置出资产，以浙建集团<sup>1</sup>100%股权作为置入资产，进行换股吸收合并。多喜爱作为合并方暨存续方，承接了浙建集团全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务，浙建集团已完成注销，多喜爱更为现名，上述资产重组事项已于2021年6月末全部完成。目前，公司核心业务系以工程总承包为主的施工业务，并辅以与建筑主业相配套的工业制造、工程服务、基础设施投资运营等业务为补充，2021年实现营业总收入953.35亿元。

图 1：2021 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司年报及三季报，中诚信国际整理

**产权结构：**经过多次增资扩股，截至2022年9月末，公司实收资本为10.81亿元，控股股东浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“浙江国资公司”）直接持有公司37.90%的股权，控股股东及其一致行动人合计持有公司60.87%股权，公司实际控制人为浙江省国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）。

表 1：截至 2022 年 9 月末公司主要子公司财务概况（亿元、%）

全称	简称	持股比例	2022 年 9 月末		2021 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
浙江省建工集团有限责任公司	建工集团	100.00	375.97	23.04	312.16	-0.87
浙江省一建建设集团有限公司	浙江一建	86.95	108.93	15.20	105.86	2.17
浙江省二建建设集团有限公司	浙江二建	75.27	120.9	14.53	121.69	2.27
浙江省三建建设集团有限公司	浙江三建	75.22	133.03	12.66	138.48	2.60
浙江省建投交通基础建设集团有限公司	浙江交建	100.00	70.38	8.06	29.43	0.56
浙江省建设工程机械集团有限公司	建机集团	100.00	26.72	6.79	24.17	1.03

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 本次债券概况

公司本次债券拟发行总额不超过人民币 10 亿元（含 10 亿元），发行期限为 6 年，转股期限自发行

<sup>1</sup> 浙建集团为“浙江省建设投资集团有限公司”的简称，主营业务为工程总承包，浙建集团前身为 1949 年成立的浙江建筑公司，后经历了浙江省建筑工业管理局、浙江省城市建设局等隶属关系的变更，并于 2009 年完成整体改制，2017 年控股股东变更为浙江省国有资本运营有限公司。

结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；单利按年计息，每年付息一次，到期归还尚未转股的可转债本金并支付最后一年的利息，募集资金扣除发行费用后拟投资于施工安全支护设备购置项目、年产 15 万方固碳混凝土制品技改项目、建筑数字化、智能化研发与建设项目和偿还银行贷款。

含权发行条款：转股价格向下修正条款、赎回条款、回售条款。

本次债券发行后将推升公司资产负债率，转股后或一定程度上优化公司财务杠杆。本次债券的偿付能力较强。

## 业务风险

### 宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，疫情扰动之下 2022 年全年宏观经济修复受阻、整体偏弱，GDP 同比增长 3%，弱于上年同期及上年两年复合增速。展望 2023 年，支撑经济修复的积极因素正在增多：疫情防控措施调整或推动中国经济较快走出疫情拖累；稳增长政策延续、扩大内需战略的实施给经济增长带来支撑；地方政治周期转换将增强地方政府发展经济的积极性；政策调整之下房地产对经济的拖累将有所减轻；经济结构调整转型将推动高新技术产业较快发展。总体来看，2023 年宏观经济或总体呈现出“N”字型修复，全年 GDP 增速或为 5.3% 左右。

详见《2022 年四季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9706?type=1>

### 行业概况

中诚信国际认为，经济稳增长政策基调下，预计 2023 年我国建筑业新签合同额和总产值仍将保持增长，但增速或将小幅回调；在房地产市场下行趋势尚未发生根本性改变的情况下，建筑企业商品房订单仍将承压；下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

按产值构成来看，房屋建筑业<sup>2</sup>和土木工程建筑业产值占比分别约为 60%和 30%左右。从房建方面来看，2021 年下半年以来房地产行业流动性承压，市场信心不足、烂尾项目增多加之疫情等不确定因素影响使得房地产市场复苏进程缓慢，对建筑业需求端贡献度有所弱化。且相关流动性风险进一步传导至建筑行业，加速了弱资质建筑企业出清。2022 年 7 月以来，“保交楼”、“金融 16 条”等房地产利好政策陆续出台，房地产行业政策环境得到阶段性改善，但市场调整仍在持续，短期内行业下行趋势很难发生根本性改变，大部分房企的拿地和新开工意愿仍较低，预计建筑企业商品房项目新签合同额的增长仍将承压。

从基础设施建设来看，2022 年 1~11 月在疫情反复、俄乌冲突以及全球滞涨风险上升等一系列因素扰动下，我国稳增长政策持续发力，专项债发行规模扩大和进度前置，加之适度超前开展的基础设施建设，共同带动基建投资同比大幅增长。中诚信国际认为，我国基础设施虽然总量全球领先，但人均不足问题依旧突出，且基建结构分布不均衡，以长三角、粤港澳大湾区、京津冀、成渝等国家战略城市群区域为核心的城际轨道交通网建设以及城市内部各地之间的信息基础设施

<sup>2</sup> 房屋建筑业主要包括住宅、厂房和商品及服务用房等的建设；土木工程建筑业中主要包括公路、铁路和水利等的建设。

和各类公共设施建设仍存在较大结构性投资机会。但需要关注的是，房地产行业下行导致地方政府土地出让金收入下降，加之严控隐性债务等要求，地方政府资金压力加大，2022年以来已陆续有部分省市地方政府平台公司出现非标和高票违约等现象，亦存在部分建筑企业在财政实力相对较弱地区的工程款结算和回款进度延后的情况。

整体来看，房地产行业下行对建筑业需求形成一定冲击，2022年建筑业总产值增速有所下降；考虑到房地产需求和投资端依旧疲软，短期内房地产行业下行趋势很难发生根本性改变，预计2023年建筑企业房建新签合同额增速仍将呈下降态势。同时，部分地方政府资金压力加大导致建筑企业政府类项目回款压力有所增加。在下游客户资金压力加大的背景下，建筑企业的垫资压力、工程回款风险以及计提相关减值情况仍值得关注。

详见《中国建筑行业展望，2023年2月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9736?type=1>

## 运营实力

**中诚信国际认为，浙江建投以房建工程为主，省内龙头地位稳固；项目承揽能力较强，业主以政府（平台）客户为主，亦涉及部分民营房企业主，需关注房地产项目的回款情况；区域布局较为依赖省内市场，海外亦有一定的业务存量，需关注海外业务承揽履约的不确定性；在手PPP项目剩余投资压力不大，但后续运营回款需持续关注。**

*公司以房建业务工程总承包为主，省内龙头地位稳固。*

公司核心主业为以房建为主的工程施工，包含普通房建、大型公建、城市基础设施建设、综合体开发等。作为浙江省成立最早的省属国有建筑企业，公司在浙江省建筑企业中排名前列，连续29年蝉联浙江省建设工程钱江杯冠军。自成立以来，公司先后承担了杭钢、衢化、镇海炼化等省内大部分工业企业建设工程，保障性安居工程、“五水共治”、乡村振兴等城乡基础设施建设任务以及G20峰会工程、乌镇国际互联网大会永久会址、杭州火车东站、之江实验室等省内重点工程项目，施工经验丰富，在浙江省建筑市场具有很高的市场地位。近年来，公司亦持续探索投资驱动模式开展业务，基本形成集投资、设计、建造、运维于一体的较为完整的建筑产业链。

此外，公司亦积极拓展海外市场，公司下属海外事业部前身为成立于1962年的浙江省建筑工业厅援外办公室，参与承建了500余个海外项目，目前其对外承包工程规模在浙江省建筑企业中排名前列，并在2022年ENR“250家全球最大国际承包商”中位列第69位。

*公司项目承揽能力较强，具有一定的项目储备，业主以政府（平台）客户为主，亦涉及部分民营房企业主，需对相关项目的回款情况保持关注。*

近年来公司建筑施工板块新签合同额稳中略增，对营业总收入的保障程度良好。2022年1~9月，因疫情影响招投标进度，公司建筑板块新签合同额同比下降4.36%。截至2022年9月末，公司建筑板块在手未完工合同额为1,372.84亿元，可为业绩稳定提供一定支撑。

从重大项目承揽情况来看，公司逐步深入对政府、大业主和省外市场的开拓以及EPC、投融建模式的拓展，单体合同额在5亿元以上的重大项目占比维持在一定区间。公司业主较为分散，主要



为政府（含平台），近年来新签合同额占比在 50%左右，民营房企业主占比不到 15%。在房地产市场环境发生变化以及房企资金压力加大的情况下，为降低风险，公司逐步进行业务结构调整，2022 年前三季度民营房企业主新签合同额占比下降至 6.55%，以地方性中小房企为主，如新疆金仓产业开发有限公司、德州嘉泰置业有限公司等，单个项目规模较小，中诚信国际将对相关项目的回款情况保持关注。2022 年前三季度，公司建筑施工业务前五大客户均为国有性质企业和政府部门，集中度较低。

表 2：近年来公司建筑施工业务项目承揽情况（亿元、X、%）

	2019	2020	2021	2022.1~9
建筑新签合同额	1,222.00	1,239.59	1,292.36	924.73
营业总收入	756.49	795.50	953.35	694.51
建筑新签合同额/营业总收入	1.62	1.56	1.36	1.33
5 亿元以上项目金额	504.00	468.33	501.36	461.93
5 亿元以上项目金额占比	41.24	37.78	38.79	49.95
民营房地产业主新签占比	--	12.07	13.28	6.55
政府（平台）业主新签占比	--	50.20	49.94	50.27
其他业主新签占比	--	37.73	36.78	43.18

注：其他业主主要包括国有性质业主及民营非房地产业主等；“--”表示数据暂未统计。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：2022 年 1~9 月建筑施工业务前五大客户新签情况（亿元、%）

房企业主	新签合同额	占比	企业性质
武汉市东西湖城市建设投资发展有限公司	16.80	1.82	国有
浙江省体育局	16.09	1.74	国有
兰溪市鸿腾实业有限公司	15.05	1.63	国有
杭州市西站枢纽开发有限公司	14.40	1.56	国有
义乌市双江湖建设开发有限公司	13.97	1.51	国有
合计	76.31	8.25	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**施工资质齐备，项目获奖丰富，可为业务承揽奠定一定基础。**

截至 2022 年 9 月末，公司共拥有各类企业资质 85 类 176 项，涵盖工程设计各类甲级资质 14 项、建筑工程施工总承包特级资质 4 项、公路工程施工总承包特级资质 1 项以及市政公用工程、机电工程等施工总承包一级资质 49 项，同时拥有对外经营权和进出口权，较为齐备的施工资质及多元化的产业经营，有利于夯实其业务承揽实力，并一定程度分散经营风险。同期末，公司累计获得鲁班奖 56 项、詹天佑土木工程大奖 8 项、国家优质工程奖 82 项，省部级优质工程奖 714 项，奖项积累丰富。

表 4：公司主要施工业务资质情况

级别	施工业务资质名称
特级资质	建筑工程、公路工程
一级资质	市政公用工程、机电工程、建筑工程、石油化工程
专业一级	钢结构工程、建筑机电安装工程、建筑装修装饰工程、消防设施工程、地基基础工程、建筑幕墙工程、公路路面工程、公路路基工程、桥梁工程、起重设备安装工程

资料来源：公司提供

**公司施工业务类型较为集中，以房建施工为主且涉及部分出险房企项目；区域布局较为依赖省内市场，需关注在手房地产项目的回款情况及海外业务的承揽履约风险。**

公司施工业务类型集中，近年来房建工程新签合同额占比保持在 80%以上，业务领域涵盖住宅、公共建筑以及城乡基础设施建设、水利建设等新型业务，截至 2022 年 9 月末，公司房屋建筑工程在手合同存量为 1,098.87 亿元。**中诚信国际注意到**，公司在手项目中涵盖恒大集团、融创集团有限公司（以下简称“融创集团”）、世茂集团控股有限公司（以下简称“世茂集团”）等出险房企的项目，其中公司对恒大集团的应收账款余额为 59.91 亿元，已完未结款项 11.21 亿元，对其他出险房企的应收和未结款项较少，因部分项目已出现回款延后及停工现象，对公司资金周转产生一定压力；在房地产融资政策收紧及销售端景气度普遍下行的背景下，公司相关项目进展、回款进度及坏账等情况值得关注。2022 年前三季度，公司房屋建筑工程新签合同额同比下降 4.25%。

交通市政业务主要包括路桥、隧道、市政、交通设施施工等，近年来受政府招投标进度及大项目承揽情况影响，新签合同额有所波动，但整体规模占建筑施工板块的比重仍较低。截至 2022 年 9 月末，公司交通市政板块在手合同存量为 273.97 亿元。2022 年前三季度，公司交通市政工程新签合同额同比下降 4.99%。

**表 5：近年来公司建筑施工业务新签合同额业务构成（亿元、%）**

建筑新签合同额	2020		2021		2022.1~9	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
房屋建筑	1,121.59	90.48	1,110.44	85.92	786.99	85.10
交通市政	118.00	9.52	181.92	14.08	137.74	14.90
<b>合计</b>	<b>1,239.59</b>	<b>100.00</b>	<b>1,292.36</b>	<b>100.00</b>	<b>924.73</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

从区域布局来看，公司业务以浙江省内布局为主，2019 年来省内新签合同额占比在 60%以内。近年来公司以重点发展“一省四区”、“两中心三片区”<sup>3</sup>为发展目标，继续巩固省内施工优势地位，浙江省内新签合同额持续小幅增长，2021 年为 755.05 亿元。外省市场主要以中南、成都、西安、山东、华东等区域为主，并积极拓展新的区域市场，2020 年末公司收购新疆塔建三五九建工有限责任公司<sup>4</sup>，上述因素影响下，2021 年公司在省外市场的新签合同额同比增长 14.38%。

公司的境外工程业务主要布局在以阿尔及利亚为核心的北非市场和以中国香港为核心的东南亚市场。公司主要依托下设海外部、子公司华营建筑集团控股有限公司<sup>5</sup>（以下简称“华营建筑”）及新设立的浙建集团（阿尔及利亚）有限责任公司等进行业务承揽，其中华营建筑主要拓展香港和马来西亚市场，2021 年因其在香港地区新签项目减少，公司海外工程新签合同额同比下降 29.49%。截至 2021 年末，境外项目数量有 147 个，总合同额为 418.47 亿元，其中中国香港有 162.10 亿元，阿尔及利亚 201.02 亿元，东南亚 30.56 亿元，中亚和英国有少部分项目，业务类型以房建为主，业主以政府部门为主，目前回款正常。2022 年前三季度，受疫情影响，公司海外业务新签合同额同比下降 23.78%。**中诚信国际认为**，受国际政治经济环境变化、全球疫情反复等因素影响，公司海外业务拓展面临的不确定性加大，增加了公司业务经营的风险，需对其境外项目的拓展、履约及工程款回款等情况保持关注。

<sup>3</sup> “一省”指浙江省，“四区”指华东、华中、西北、西南片区，“两中心”指香港、阿尔及利亚，“三片区”指北非、东南亚、南亚。

<sup>4</sup> 该事项已于 2021 年 3 月 19 日完成工商变更登记，公司持有新疆塔建三五九建工有限责任公司 66.00% 的股权。2021 年新疆塔建三五九建工有限责任公司新签合同额为 65.68 亿元，其中师内工程占比为 84.77%。

<sup>5</sup> 该公司于 2014 年被公司收购，公司持有其 72.23% 股权。该公司于 2019 年 10 月 16 日在港交所主板上市，股票代码“1582.HK”，2021 年其营业总收入为 48.75 亿港元，净利润为 0.45 亿港元，年内新签合同额为 44 亿港元。2021 年末其总资产为 26.09 亿港元，资产负债率为 78.64%。

整体来看，公司业务类型较为集中，且部分项目涉及恒大集团、融创集团、世茂集团等出险房企，区域布局较为依赖省内市场，需关注在手房地产项目的回款情况及海外业务的承揽履约风险。

表 6：近年来公司建筑施工业务新签合同按区域构成（亿元、%）

建筑新签合同额	2020		2021		2022.1~9	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
浙江省内	737.18	59.47	755.05	58.42	613.45	66.34
浙江省外	417.34	33.67	477.36	36.94	275.19	29.76
海外	85.07	6.86	59.98	4.64	36.09	3.90
合计	1239.59	100.00	1292.39	100.00	924.73	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**在手投融建项目的剩余投资压力不大，多数项目已进入运营或回购阶段，需关注项目的回款及退出情况。**

公司亦参与基础设施投资等资本运营项目的拓展，以投融资带动总承包。但 2021 年公司投资节奏有所趋缓，全年完成投资额同比持续下降，进入回款期项目有所增加。根据公司规划，未来会在控制风险的前提下承接投融建一体化项目，以实现产业链提升。从投资业务模式来看，截至 2022 年 9 月末，公司在手 BT 项目共 5 个，全部在浙江省内，均处于政府回购阶段，累计回款额为 21.42 亿元，尚待回购金额为 10.84 亿元。

PPP 项目方面，截至 2022 年 9 月末，公司已进入执行阶段的控股 PPP 项目共 39 个，均已纳入财政部项目管理库，回款模式以政府付费和可行性缺口补助为主，预计总投资额 268.90 亿元，可带动建安合同规模 198.03 亿元，累计已投资 233.33 亿元，剩余投资压力不大。公司已进入运营期的控股 PPP 项目有 30 个，运营期累计实现回款 57.81 亿元，目前回款正常。**中诚信国际关注到**，公司控股 PPP 项目较多，对公司资金形成一定占用，且推升了资产负债率，同时相关项目运营周期偏长，后续运营、回款及退出情况仍值得关注。

**工业制造及工程服务业务为公司产业链协同形成补充，2021 年合同额和收入均同比增加；房地产项目逐步出清。**

公司工业制造和工程相关其他业务主要依托建筑施工业务以发挥产业链协同效应。工程制造业务经营主体主要为子公司建机集团和二级子公司浙江省建材集团有限公司，业务范围主要涉及金属构件和施工机械设备等，在电力抱杆和地铁管片制造方面具有较强的市场竞争力。近年来新签合同额和收入均稳步增长。

工程相关其他业务主要系建筑材料商贸物流、工程物业、工程咨询管理和环境治理等业务。商贸物流业务主要由子公司浙江建设商贸物流有限公司运营，2021 年随着贸易量的增长及钢材等大宗商品价格上涨，公司贸易业务新签合同额和营业收入均大幅增长。此外，2021 年公司通过公开竞拍的方式，新竞得浙江省兰溪市云山街道陈家井矿区矿地综合开发利用项目建筑用石料矿采矿权（以下简称“兰溪矿山项目”），用以生产建筑用砂石料，交易价格为 12.70 亿元，由新设立的浙建（兰溪）矿业有限公司运营<sup>6</sup>。截至 2022 年 9 月末，公司累计投资额为 15.43 亿元（含收购价款），仍处于在建阶段，预计 2023 年 6 月正式建成投产。中诚信国际将对公司矿山项目的投

<sup>6</sup> 该项目生产规模为 760 万吨/年。公司已于 2021 年取得采矿权证，采矿许可年限为 5 年。

资和运营进展保持关注。

此外，根据上市要求，公司已将房地产板块剥离，目前已无相关待售产品和待开发的土地储备。

表 7：近年来公司其他板块新签合同额业务构成（亿元、%）

	2020		2021		2022.1~9	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
工业制造业务	46.16	3.30	56.57	3.77	55.52	4.58
工程相关其他业务	114.48	8.18	151.3	10.09	231.05	19.07
合计	160.64	11.48	207.87	13.86	286.57	23.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，浙江建投盈利能力较弱，大额资产减值对利润造成较大侵蚀；受业务规模扩张及结算放缓等因素影响，两金规模快速增长，获现能力有所弱化；并表 PPP 项目推升了债务规模，财务杠杆处于高水平，债务以中长期为主，短期偿债压力较为可控；在手项目投资支出趋缓，依靠内部资金周转和较强的外部融资能力可实现到期债务的接续。

## 盈利能力

公司营业毛利率处于行业较低水平，大额资产减值对利润造成较大侵蚀。

受低毛利的房建业务占比较高影响，公司营业毛利率处于行业较低水平。2021 年，受公司加强成本管控和部分高收益项目结算影响，建筑施工板块毛利率小幅增长；工业制造业务受原材料价格上涨影响，毛利率大幅下降；工程相关其他业务因毛利率较低的贸易收入占比上升，毛利率有所下降。2022 年 1~9 月，公司营业毛利率同比微降 0.03 个百分点。

表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

项目	2019		2020		2021		2022.1~9	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
建筑施工	689.93	4.49	728.57	4.79	856.87	4.94	595.34	4.49
工业制造	32.55	14.04	33.35	11.84	39.09	2.87	19.80	14.64
工程相关其他业务	20.39	9.42	23.11	14.37	46.09	7.18	70.76	3.44
其他	13.62	32.03	10.47	16.84	11.29	23.95	8.61	21.37
营业总收入/营业毛利率	756.49	5.53	795.50	5.52	953.35	5.18	694.51	4.88

注：部分小数点后差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供

公司期间费用以管理费用为主，管理费用主要为研发费用和职工薪酬等，2021 年随业务规模扩张同比增长，其中研发费用为 3.36 亿元。2021 年财务费用同比降幅较大，主要系根据企业会计准则解释第 14 号，公司 2021 年起按照 PPP 项目内含报酬率确认相应利息收入，对财务费用形成冲抵所致。受此影响，2021 年公司期间费用率有所下降，2022 年前三季度，公司期间费用率同比变化不大。

利润方面，2021 年受财务费用下降影响，经营性业务利润明显增加。但公司对涉及恒大的项目一次性计提大额减值，对当年利润总额形成较大侵蚀。随着各地保交楼政策的推出以及杭州、宁波等地政府积极牵头重组项目，2022 年前三季度公司信用减值未明显增加。中诚信国际认为，

政府牵头化解房地产风险，可对项目回款产生积极影响，但公司在手的恒大项目整体规模较大，项目情况各有不同，相关项目的结算、优先受偿权的确认及回款仍具有较大不确定性，仍需对后续风险化解及减值计提情况保持关注。2022 年前三季度，公司利润总额同比增长 13.40%。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~9
管理费用	15.73	15.36	16.88	11.59
研发费用	1.54	2.54	3.36	4.25
财务费用	6.90	6.71	-0.57	-0.90
期间费用合计	24.69	24.92	19.97	15.14
期间费用率	3.26	3.13	2.09	2.18
经营性业务利润	15.52	17.33	27.47	17.53
资产减值损失	0.08	0.12	2.94	0.06
信用减值损失	3.53	3.14	10.81	1.86
利润总额	12.19	15.02	16.24	16.02
EBIT	19.85	22.11	24.67	--
EBIT 利润率	2.62	2.78	2.59	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 资产质量

**受业务规模扩张及结算放缓等因素影响，公司两金规模快速增长；杠杆水平有所下降，但仍处于高水平。**

随着业务规模的扩张，公司总资产规模持续增长。其中，以工程项目形成的两金款项规模维持高位，且 2021 年末受业务规模扩大及下游业主结算周期延长的影响快速增长。其中，恒大集团是公司第一大应收账款欠款方，截至 2022 年 9 月末，公司对恒大集团的应收账款（含票据）余额为 59.91 亿元，已完未结款项为 11.21 亿元，所形成的相关坏账余额为 14.13 亿元。其余欠款方单项计提减值金额相对较小。公司应收账款整体账龄较短，坏账计提政策相对合理。此外，为维持资金日常周转，公司留存较大规模的货币资金，但 2021 年以来，受获现能力弱化及收购兰溪矿山项目等因素影响，货币资金规模有所下降。公司非流动资产主要由长期应收款和其他非流动资产等构成，受在手 PPP 等投融资建设类项目的持续推进、BT 项目确权完成及采矿权购置支出增加影响，非流动资产规模持续增长。2022 年 9 月末，公司总资产规模进一步增长，资产结构变化不大。

负债方面，受益于很强的工程议价能力，公司负债以经营性负债为主，主要是对原材料供应商和分包商的资金占用、应付劳务费用和应付分包商的保证金，近年末随经营规模的扩大上述科目均有所增加。应付职工薪酬因包含劳务工工资金额较大。此外，随着并表 PPP 项目的推进，公司有息债务逐年增长，截至 2022 年 9 月末，总资本化比率为 75.98%，财务杠杆很高，其中长期债务占总债务的比重为 53.00%，主要为投融建项目贷款，短期债务规模仍较大，主要用于资金周转。

所有者权益方面，公司实收资本较少，在利润积累和发行永续债的影响下，公司权益规模逐年快速增长，未分配利润占比较高。2020~2021 年公司现金分红金额占净利润合计的比重平均为 17.86%。2021 年因浙建集团注销，公司实收资本按照浙江建投实际股本数量列示<sup>7</sup>，故变更为 10.81

<sup>7</sup> 浙建集团持有的多喜爱 1,034.62 万股股份已于 2020 年 4 月完成注销，但按照企业会计准则规定，反向收购后，股本金额应为浙建集团合并前

亿元，账面变动金额转入资本公积。

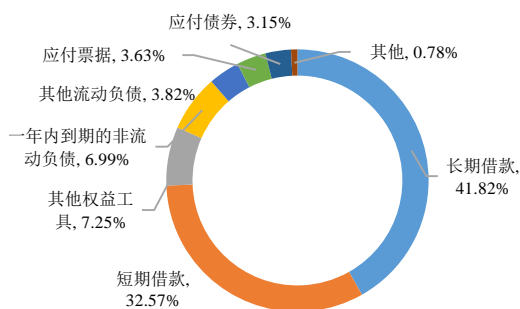
表 10：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.9
货币资金	92.67	90.09	75.28	80.77
应收账款	257.19	275.86	324.08	303.33
存货	149.31	167.95	259.82	342.01
长期应收款	51.24	94.57	123.83	137.57
其他非流动资产	106.74	85.03	72.99	61.32
<b>总资产</b>	<b>793.24</b>	<b>870.80</b>	<b>992.46</b>	<b>1,083.28</b>
应付账款	326.23	351.83	431.69	460.55
<b>总负债</b>	<b>733.44</b>	<b>796.21</b>	<b>908.33</b>	<b>981.48</b>
短期借款	73.43	57.01	80.89	85.32
长期借款	94.58	101.05	104.55	109.55
短期债务/总债务	48.53	45.54	47.21	47.00
<b>总债务</b>	<b>216.46</b>	<b>220.64</b>	<b>234.52</b>	<b>261.97</b>
实收资本	12.14	12.14	10.81	10.81
未分配利润	18.71	27.49	34.80	42.51
其他权益工具	7.97	9.99	9.99	18.98
少数股东权益	14.30	15.40	17.17	18.08
<b>所有者权益合计</b>	<b>59.80</b>	<b>74.60</b>	<b>84.13</b>	<b>101.80</b>
总资本化比率	80.68	77.35	75.98	75.98
资产负债率	92.46	91.43	91.52	90.60

注：上表将合同资产科目余额计入存货。

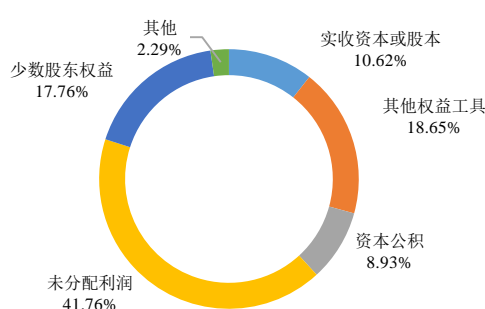
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2022 年 9 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2022 年 9 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 现金流及偿债情况

**经营获现能力有所弱化，偿债指标有待优化，但凭借其内部流动性及较强的外部融资能力可实现到期债务续接。**

受房地产市场行情变化影响，公司经营获现能力波动较大，2021 年整体收现比有所下降，2022 年前三季度同比好转，经营性现金净流出规模大幅减少。公司投资支出主要为 PPP 项目投资、购置固定资产及无形资产支出，2021 年因购买兰溪矿山项目采矿权，当年投资活动现金流大幅净流出。2022 年前三季度，PPP 项目建设支出减少，使得投资性现金流缺口收窄。近年末公司资金储备基本可满足业务需求，筹资活动净现金流小幅净流出。2022 年前三季度筹资性现金流净额

发行在外股份面值加上其合并过程中新发行的权益性工具金额。故截至 2020 年 12 月 31 日，公司股份总数为 10.81 亿股，总股本为 12.14 亿元。

同比变化不大。

偿债能力指标方面，2021年，随着业务规模扩大，EBITDA 进一步增长，其对总债务本息的保障能力小幅增强。同时，短期债务和投资支出的增加，导致非受限货币资金对短期债务的覆盖能力有所减弱。此外，2021年营运资本对总债务的覆盖倍数有所提升。整体来看，公司经营状况良好，资金储备和获现能力尚可，加之较为充足的外部流动性，可为债务本息偿付提供支持。但公司整体偿债指标有待优化。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、%、X）

	2019	2020	2021	2022.9
经营活动净现金流	-8.12	7.21	8.85	-5.24
投资活动净现金流	-20.33	-2.76	-23.18	-10.08
筹资活动净现金流	53.23	-4.63	-2.50	20.62
非受限货币资金/短期债务	0.81	0.84	0.61	--
总债务/EBITDA	9.52	8.71	7.99	--
EBITDA 利息覆盖倍数	2.28	2.43	2.67	--
FFO/总债务	0.06	0.07	0.08	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2022 年 9 月末，公司受限资产账面价值为 172.42 亿元，占当期末总资产的比重为 15.92%，主要系用于 PPP 项目借款质押的长期应收款和其他非流动资产等，一定程度上降低了资产的流动性。其中，受限货币资金为 7.46 亿元。

或有负债方面，同期末，公司对外担保余额为 7 万元，为公司对原子公司浙江建设融资租赁有限公司（以下简称“租赁公司”）提供的担保等，到期日为 2022 年 11 月。同期末，公司面临的重大诉讼（仲裁）金额较大，其中涉诉金额在 5,000 万元以上的诉讼有 23 起，合计涉诉金额为 49.14 亿元，均为公司作为原告形成的工程款债务纠纷。此外，公司因诉讼计提的预计负债余额为 0.01 亿元。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2022 年 11 月 2 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 预测与假设<sup>8</sup>

### 假设

- 预计随着公司业务结构的调整，2022 年建筑板块新签合同额同比变化不大。
- 预计随着在手 PPP 项目投资建设陆续完结，2022 年公司投融建项目投资支出或有所下降。
- 预计 2022 年末公司债务规模有所增长，财务杠杆和偿债指标基本保持稳定。

<sup>8</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

## 预测

表 12: 预测情况表 (%、X)

重要指标	2020 年实际	2021 年实际	2022 年预测
总资本化比率	77.35	75.98	74.00~76.00
总债务/EBITDA	8.71	7.99	7.00~9.00

资料来源：中诚信国际预测

## 调整项

### 流动性评估

**中诚信国际认为，浙江建投的流动性一般，未来一年流动性来源对流动性需求可形成一定覆盖。**

公司经营获现能力有所波动，合并口径现金储备对到期债务覆盖程度尚可，且依靠较强的外部流动性，可实现到期债务接续。截至 2022 年 9 月末，公司合并范围内相关债务以中长期债务为主，2023 年底将迎来阶段性偿债高峰。同期末，公司账面非受限货币资金为 73.30 亿元，均可随时用于支付，可对 2023 年底之前到期的债务形成一定覆盖。此外，公司合并口径获得银行综合授信额度 668.49 亿元，尚未使用授信额度 376.13 亿元，具有一定备用流动性。

除经营性支出外，公司资金流出主要用于 PPP 项目的资本金支出和采矿权的购买等，近年来较为波动，2021 年约为 22 亿元，根据公司在手项目的建设进度，剩余投资压力较小。此外，2019~2021 年公司分配股利和支付利息的现金支出平均每年为 13.57 亿元。综上所述，公司存续债务规模较大，存在一定的利息支出，但依靠项目回款及外部流动性来源可对资金需求形成一定覆盖。

表 13: 截至 2022 年 9 月末公司债务到期分布情况 (亿元)

	2022 年内到期	2023 年内到期	2024 年内到期	2025 及以后到期
<b>合并口径</b>	<b>31.93</b>	<b>81.18</b>	<b>21.52</b>	<b>115.39</b>
银行融资	25.70	54.48	6.17	103.80
公开债务	--	20.00	8.00	9.00
其他	6.23	6.70	7.35	2.59
<b>本部口径</b>	<b>10.00</b>	<b>43.04</b>	<b>8.00</b>	<b>9.00</b>
银行融资	10.00	23.04	--	--
公开债务	--	20.00	8.00	9.00
其他	--	--	--	--

注：上述债务不包含应付票据，其他主要指供应链金融和租赁负债等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本部方面，截至 2022 年 9 月末，公司本部债务占合并口径债务的比重为 28.01%，以短期债务为主。同期末本部非受限货币资金为 20.37 亿元，本部获得银行授信额度 255.59 亿元，可使用授信额度为 207.65 亿元，可实现对到期债务的覆盖。

## ESG 分析

**中诚信国际认为，公司注重安全生产与环保投入，并积极履行社会责任，为其平稳运营奠定基础；治理结构较优，内部控制和信息披露完善；目前 ESG 表现尚可，其对持续经营和信用风险负面影响较小。**

环境方面，建筑行业是安全事故和环保事故多发的行业之一。公司高度重视生产建设过程中的安全环保问题，不断完善相关的项目管理制度、安全生产制度以及应急处理制度，制定了一系列安



全生产相关的管理制度，并落实相关监督考核机制，安全生产投入逐年增长。近三年公司未发生一般事故以上的安全生产事故和环保事故，2021 年年度安全生产工作被浙江省政府考核为优秀。

表 14: 近年来公司安全资金投入情况（亿元）

	2020	2021
安全生产费	6.81	13.87

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全；且建筑企业从业人员较多，公司可为缓解就业压力作出一定贡献。同时，公司积极服务浙江省委省政府重大决策部署，助力建设省内共同富裕示范区和山区 26 县跨越式发展，助力脱贫攻坚，承担了良好的社会责任。

公司治理方面，公司目前建立了由党组织、股东大会、董事会、监事会、总经理和经营管理机构组成的较为健全的治理结构。根据《公司章程》，公司董事会由 13 名董事组成，截至 2022 年 9 月末共有 12 名董事到位，包含独立董事 5 名，职工代表董事 1 名，控股股东、战略股东和公司董事会各提名 2 名，剩余 1 个席位暂未补齐，中诚信国际将对董事的到位情况保持关注。此外，公司监事会有 3 名，包括股东代表和不低于监事会人数 1/3 的公司职工代表。相关制度方面，公司在施工管理、投资管理、财务及资金管理等方面均设立了相应的内控制度，形成了较规范的管理体系。投融资管理方面，公司对投资的基本原则、投资的审批权限及审议程序、投资事项研究评估、投资计划的进展跟踪及责任追究等都做出了明确的规定；对外担保行为必须经公司股东大会或董事会批准；财务和资金管理方面，实行资金计划管理和付款逐级审批，明确了资金支付业务的审批权限及审批流程。同时，公司遵循上市公司独立性要求，下属子公司资金除监管账户外其余每日归集至公司统一账户，海外资金归集至公司在香港开立的资金账户，公司资金无需归集至控股股东。

公司战略方面，十四五期间，公司将实施“一链两驱五转变”的战略思路，坚持“本土化、规模化、基地化”经营方针，充分利用公司品牌优势，加强拓展重大基础设施、民生、省属企业重大投资等领域项目建设任务，全面推进“数字浙建”建设，向集投资、建设、制造、运营与服务于一体的建筑投资运营服务商转变。

## 外部支持

**作为浙江省内最大的省属建工企业，公司获得了政府在推动公司上市、业务资源倾斜等方面较大的支持。**

公司作为浙江省国资委下属最大的建工企业，亦是控股股东在工程施工业务领域的重要实施主体，在业务资源倾斜、内部管理和重组等方面获得股东和政府的大力支持，有利于公司整合内外部资源，实现业务的快速发展。在浙江省政府的支持下，公司于 2021 年完成重大资产置换及换股吸收合并事项，进一步提升了公司的资本实力，拓宽了股权融资渠道，并有利于公司内部治理的进一步规范。在恒大集团债务问题方面，浙江省浙建房地产集团有限公司作为浙江省国资委控股的地产公司，接手恒大在杭州和宁波地区的部分在建项目，将有利于公司部分恒大项目工程款的回收。同时，基于良好的资源优势和政策优势，浙江省地区经济有望继续保持较好的发展势头，亦能为公司创造良好的市场发展契机。此外，公司为 A 股上市公司，具备股权融资渠道，且

与银行合作关系较好，为公司各类业务开展奠定基础。综合来看，当地政府和控股股东对公司的支持能力和支持意愿很强。

## 同行业比较

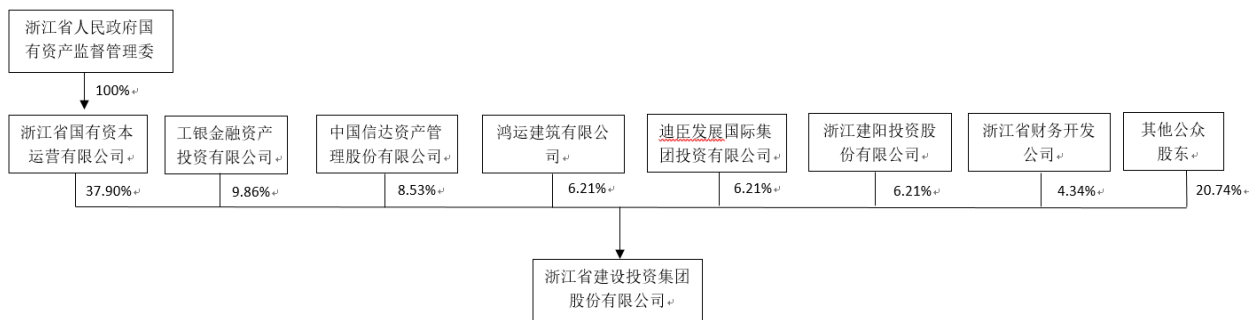
中诚信国际选取了福建建工集团有限责任公司、四川华西集团有限公司、安徽建工集团控股有限公司作为浙江建投的可比公司，上述公司均为建筑施工企业，具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，与同业企业对比，浙江建投在浙江省内施工领域龙头地位稳固，浙江省良好的经济发展势头将为公司发展创造良好契机；近年来公司新签合同额稳中略增，业主结构以政府（平台）和国企客户为主，区域分布较为集中；房建项目计提大额信用减值对盈利能力造成较大侵蚀，两金管控压力加大，获现能力有所弱化，相关项目的回款有待关注；议价能力相对较强，现金周转率较高；财务杠杆处于行业高水平，债务以中长期为主，短期偿债压力较为可控；在手 PPP 等投融资项目投资压力不大，依靠内部资金周转和较强的外部融资能力可实现到期债务的接续。**

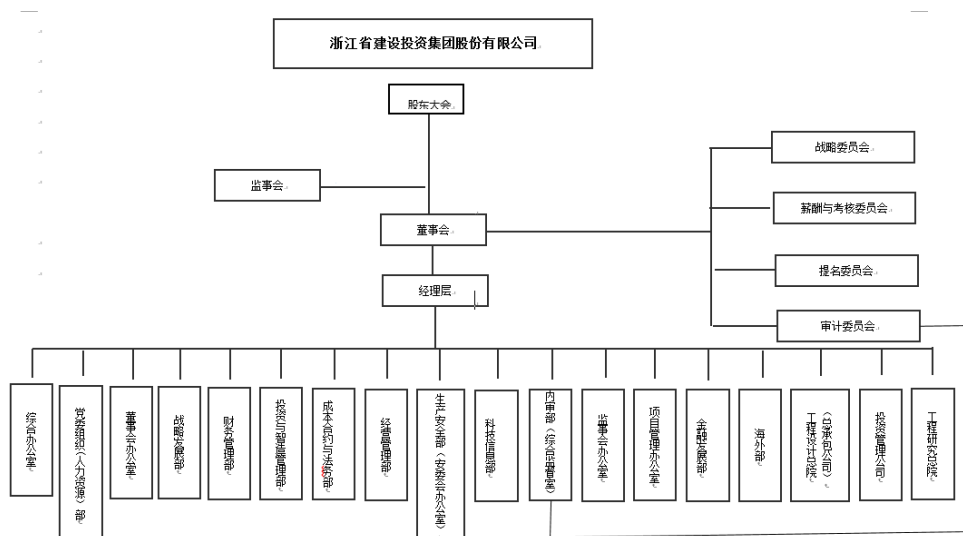
## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定浙江省建设投资集团股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；评定“浙江省建设投资集团股份有限公司向不特定对象发行可转换公司债券”的信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 附一：浙江省建设投资集团股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至2022年9月末）



注：国资运营公司直接持有浙江建投37.90%股份。2019年4月11日，国资运营公司与浙江建阳投资股份有限公司、迪臣发展国际集团投资有限公司、鸿运建筑有限公司、浙江省财务开发公司签订了《一致行动协议》，浙江建阳投资股份有限公司、迪臣发展国际集团投资有限公司、鸿运建筑有限公司、浙江省财务开发公司承诺在浙江建投股东大会及董事会行使与省国资公司一致的表决权，上述5位股东一致表决权的行使对浙江建投股东大会、董事会的重大决策和公司生产经营活动能够形成控制。截至2022年9月末，上述5位股东合计持有浙江建投60.87%股份。



资料来源：公司提供

## 附二：浙江省建设投资集团股份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)	2019	2020	2021	2022.1~9
货币资金	926,665.78	900,895.00	752,815.40	807,662.64
应收账款	2,571,948.54	2,758,637.12	3,240,829.44	3,033,308.61
其他应收款	307,257.82	234,813.55	234,116.04	214,145.14
存货	1,493,124.45	1,679,547.84	2,598,185.58	123,843.45
长期投资	38,306.45	39,675.27	28,126.14	105,308.17
固定资产	224,861.33	256,990.51	241,247.19	233,120.70
在建工程	18,327.52	10,999.77	32,913.54	39,519.15
无形资产	64,083.67	65,809.67	72,450.96	224,421.18
资产总计	7,932,396.50	8,708,038.54	9,924,577.70	10,832,829.87
其他应付款	692,672.49	762,788.88	882,595.29	960,797.73
短期债务	1,050,458.39	1,004,807.09	1,107,081.11	1,231,330.43
长期债务	1,114,166.69	1,201,599.94	1,238,069.57	1,388,388.37
总债务	2,164,625.08	2,206,407.03	2,345,150.68	2,619,718.79
净债务	1,315,020.93	1,360,049.39	1,667,467.62	1,886,656.15
负债合计	7,334,358.41	7,962,051.28	9,083,304.13	9,814,822.45
所有者权益合计	598,038.09	745,987.27	841,273.58	1,018,007.42
利息支出	99,578.87	104,373.03	110,093.37	--
营业总收入	7,564,947.50	7,954,965.31	9,533,495.49	6,945,140.61
经营性业务利润	155,180.92	173,344.64	274,731.35	175,347.80
投资收益	3,057.50	905.35	5,379.70	-598.00
净利润	90,189.35	115,373.85	126,800.64	120,003.07
EBIT	198,528.16	221,073.29	246,689.33	--
EBITDA	227,425.69	253,363.40	293,426.76	--
经营活动产生的现金流量净额	-81,156.34	72,143.55	88,497.89	-52,402.45
投资活动产生的现金流量净额	-203,327.85	-27,601.78	-231,755.49	-100,759.68
筹资活动产生的现金流量净额	532,329.44	-46,338.45	-24,972.91	206,212.85
财务指标	2019	2020	2021	2022.1~9
营业毛利率(%)	5.53	5.52	5.18	4.88
期间费用率(%)	3.26	3.13	2.09	2.18
EBIT 利润率(%)	2.62	2.78	2.59	--
总资产收益率(%)	2.50	2.66	2.65	--
流动比率(X)	0.94	0.94	0.94	0.94
速动比率(X)	0.70	0.69	0.61	0.92
存货周转率(X)	4.79	4.74	4.23	6.47*
应收账款周转率(X)	2.94	2.98	3.18	2.95*
资产负债率(%)	92.46	91.43	91.52	90.60
总资本化比率(%)	80.68	77.35	75.98	75.98
短期债务/总债务(%)	48.53	45.54	47.21	47.00
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	-0.08	-0.01	-0.03	-0.09*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	-0.17	-0.03	-0.06	-0.20*
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	-0.81	0.69	0.80	--
总债务/EBITDA(X)	9.52	8.71	7.99	--
EBITDA/短期债务(X)	0.22	0.25	0.27	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.28	2.43	2.67	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.99	2.12	2.24	--
FFO/总债务(X)	0.10	0.12	0.15	--

注：1、2022 年三季度报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债的有息部分调整至短期债务，将计入长期应付款科目的有息债务和其他权益工具中的永续债调整至长期债务；3、将混合型证券的利息支出计入债务利息支出；4、带\*指标已经年化处理；5、因缺少 2022 年三季度现金流量表补充资料，部分指标无法计算。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
现金流	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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”。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

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

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

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

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

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



## 独立 客观 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn