

信用等级公告

联合〔2019〕2384号

联合资信评估有限公司通过对西湖电子集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持西湖电子集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁻，“14 西湖电子债/14 西电债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月三十一日



西湖电子集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA⁻

上次主体长期信用等级：AA⁻

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 西湖电子债/14 西电债	5 亿元	2019/11/26	AA ⁺	AA ⁺

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 31 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	13.95	7.10	11.89
资产总额(亿元)	98.29	86.77	85.56
所有者权益(亿元)	31.42	31.03	31.57
短期债务(亿元)	11.45	22.11	33.67
长期债务(亿元)	17.69	13.46	4.35
全部债务(亿元)	29.13	35.57	38.02
营业收入(亿元)	46.52	63.36	54.67
利润总额(亿元)	0.99	2.54	1.67
EBITDA(亿元)	2.79	4.63	4.22
经营性净现金流(亿元)	3.84	-8.67	6.15
营业利润率(%)	6.78	6.32	9.09
净资产收益率(%)	2.60	5.90	5.10
资产负债率(%)	68.03	64.23	63.11
全部债务资本化比率(%)	48.11	53.40	54.64
流动比率(%)	161.31	153.66	118.47
经营现金流流动负债比(%)	9.06	-23.19	13.51
全部债务/EBITDA(倍)	10.45	7.68	9.00
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	2.74	2.08

注：现金类资产剔除使用受限的货币资金

分析师：杨学慧 闫旭

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

西湖电子集团有限公司（以下简称“公司”）为杭州市六家国有资产授权经营的单位之一，是一家具有 40 余年历史的国有大型企业，形成了以商贸业务、新材料、科技创新园区建设、房地产开发等多种产业并举的综合性产业布局。跟踪期内，受 2017 年保障房项目均已完成结算影响，公司房地产板块收入同比明显下降，短期债务比重上升，短期偿债压力加大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入及盈利水平存在波动，贸易业务盈利能力弱和利润依赖非经常性损益等因素对公司经营发展带来的不利影响。

杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭实集团”）对“14 西湖电子债/14 西电债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，杭实集团主体长期信用等级为 AA⁺_{pi}，评级展望为稳定，杭实集团担保实力很强，其担保有效提升了“14 西湖电子债/14 西电债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁻，“14 西湖电子债/14 西电债”的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国家 520 户重点企业之一，浙江省“五个一批”重点骨干企业，杭州市六家国有资产授权经营单位之一，是一家具有 40 余年历史的国有大型企业。
2. 公司经营活动现金流入量及现金类资产对存续期内债券的保障能力较好。
3. 杭实集团担保实力很强，有效提升了“14 西湖电子债/14 西电债”本息偿付的安全性。

关注

1. 跟踪期内，公司贸易业务盈利能力弱；受房地产业务行业政策不断收紧及项目结转进度的影响，未来相关收入和利润水平波动大，可持续性有所欠缺。
2. 跟踪期内，公司债务负担有所加重，债务结构趋向短期化，短期偿债压力加大。
3. 公司应收类科目规模较大，对资金形成一定占用，跟踪期内，公司收入实现质量进一步下降，对外投资支出缺口有所扩大，面临一定融资压力。

声 明

一、本报告引用的资料主要由西湖电子集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

西湖电子集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于西湖电子集团有限公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司系杭州市政府授权经营国有资产的国有独资公司。公司前身杭州东风电视机厂创建于1973年，1990年根据杭州市经济委员会的批复，整体改制为西湖电子集团公司，注册资金为5000万元；1995年9月根据杭州市人民政府的批复，西湖电子集团公司整体改组为杭州西湖电子集团有限公司，注册资本增至2.32亿元，1995年11月，公司更名为西湖电子集团有限公司；2000年12月根据杭州市人民政府的改制批复及公司章程修正案，注册资本增至2.66亿元；多次改制后，取得注册号91330100143031891P号《企业法人营业执照》。2005年12月，公司控股子公司数源科技股份有限公司（股票代码000909，公司现持股47.70%，以下简称“数源科技”）成为浙江省首家实施股权分置改革的国有控股上市公司。截至2019年3月底，公司注册资本为2.66亿元，杭州市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“杭州市国资委”）为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：服务：小型车停车服务；批发、零售、技术开发：视频产品，音响设备，数字电子计算机，电子计算机显示终端设备，家用电器，电话通信设备，移动通信系统及设备，电子元件，电子器件，广播电视配套设备，卫星广播电视设备，电子仪器仪表，自动化仪表系统，电源设备，机电设备（除小轿车），本集团公司成员厂生产所需的设备，原辅材

料；服务：新能源技术、微电子技术的开发，物业管理，汽车租赁，汽车设备租赁；货物进出口（法律、行政法规禁止的项目除外，法律、行政法规限制的项目取得许可后方可经营）；含下属分支机构经营范围；其他无需报经审批的一切合法项目。

截至2018年底，公司本部设总经理办公室、组织人事部、党群工作部、投资管理部、财务部、监察室和审计室7个职能部门。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为85.56亿元，所有者权益31.57亿元（含少数股东权益8.25亿元）；2018年，公司实现营业收入54.67亿元，利润总额1.67亿元。

公司注册地址：杭州市西湖区教工路一号；法定代表人：章国经。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2014年11月发行“14西湖电子债/14西电债”，募集资金5亿元，全部用于三墩北A-R21-03地块经济适用房项目和三墩北A-R21-04地块经济适用房项目建设。截至目前募集资金已经全部按计划使用完毕，跟踪期内正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
14 西湖电子债/14 西电债	5	5	2014/11/26	2019/11/26

资料来源：公开信息整理

注：本期债券由杭州市实业投资集团有限公司担保

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国

经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改

善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放

缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出

口增长受到制约,同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降,中国进出口增速仍大概率回落。总体来看,考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓,未来经济增速或将有所回落,预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

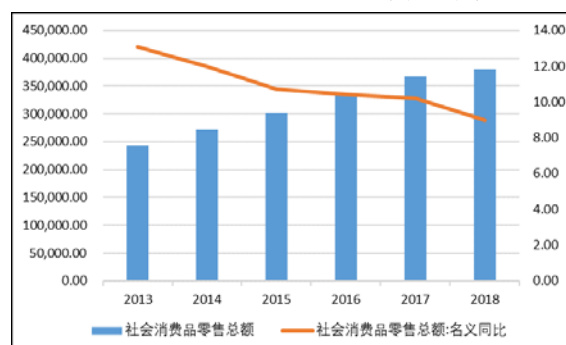
(1) 行业概况

从进出口贸易来看,近年来,在世界主要经济体持续复苏的带动下,外部需求有所回暖。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题,对国际贸易形势基本构成一定负面影响。2017 年以来,一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用,国内外贸发展的内生动力更趋强劲,延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏,“一带一路”政策稳步推进,2018 年上半年,国际大宗商品价格同比增长,国内整体经济稳中向好,上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长,2018 年下半年开始,随着贸易摩擦逐步升级,全球经济复苏有所放缓,大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示,2018 年全年中国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币,同比增长 9.7%。其中,出口 16.42 万亿元,增长 7.1%;进口 14.09 万亿元,增长 12.9%;贸易顺差 2.33 万亿元,收窄 18.3%。

从国内贸易来看,近年来,中国经济规模保持不断扩大的势态,刺激国内贸易稳步发展,但增速持续下滑。根据国家统计局数据,2018 年中国社会消费品零售总额 380986.85 亿元,名义口径同比增长 8.98%。2019 年 1-3 月,中国社会消费品零售总额 97790 亿元,同比增长 8.3%,增速较上年同期回落 1.5 个百分点。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位:亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

整体看,中国国内贸易规模在经历高速增长后,增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关,未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型,产能优化,促进消费,加强就业等因素联动密切,连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈,对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

(2) 行业政策

近年来,国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进外贸回稳向好的若干意见》等政策,提出了加强财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等方面具体措施。

2017 年 5 月,“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开,中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸合作协议,在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果,包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等,从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。2018 年底,中国已与 130 多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作协议。同时,中国在自由贸易区建设方面持续发力,已与 25 个国家和地区达成了 17 个

自贸协定，自贸伙伴遍及欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。政府积极培育外贸新业态新模式，目前跨境电商综合试验区总数达到 35 个，市场采购贸易方式试点达到 14 个，外贸综合服务企业发展政策不断完善。

2018 年以来，中国多次降低进口关税，关税总水平由 2017 年的 9.8% 降至 7.5%，平均降幅达 23%，为企业减负从而保持外贸稳定增长。

目前，中国在积极应对外贸环境严峻挑战的同时，逐步推进自由贸易园区战略和“一带一路”建设，未来有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外，随着国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实，切实为企业减负助力，完善营商环境，政策效应待进一步显现。

（3）行业发展

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，贸易保护主义抬头等因素对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

2. 房地产行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别

化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对 100 个城市的全样本调查数据显示，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

3. 区域经济概况

根据《2018 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，杭州市全年地区生产总值 13509

亿元,比上年增长 6.7%。其中第一产业增加值 306 亿元,第二产业增加值 4572 亿元,第三产业增加值 8632 亿元,同比分别增长 1.8%、5.8% 和 7.5%。三次产业结构由上年的 2.5: 34.6: 62.9 调整为 2.3: 33.8: 63.9。全年人均地区生产总值为 140180 元(按年平均汇率折算为 21184 美元)。

2018 年,杭州市全年数字经济核心产业增加值 3356 亿元,增长 15.0%,占 GDP 的 24.8%。电子商务产业增加值 1529 亿元,增长 17.5%;软件与信息服务产业 2508 亿元,同比增长 17.0%;数字内容产业 2098 亿元,同比增长 15.8%。六大产业群整体势头良好,其中文化创意产业增加值 3347 亿元,增长 11.6%;旅游休闲产业 1038 亿元,增长 13.0%;健康产业 809 亿元,增长 10.0%。

整体看,2018 年全年房地产开发投资增长 12.2%。房屋施工面积 11750 万平方米,增长 2.0%;新开工面积 2709 万平方米,增长 24.4%;竣工面积 1637 万平方米,下降 21.5%。商品房销售面积 1675 万平方米,下降 18.4%。

杭州市经济增长稳定,新兴产业占比不断提高,高新行业增长加快。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2019 年 3 月底,公司注册资本总额 2.66 亿元,杭州市国资委持股 100%,为公司唯一股东和实际控制人。

2. 公司规模与竞争力

公司是国家 520 户重点企业之一,浙江省“五个一批”重点骨干企业,杭州市国有资产授权经营单位之一,是一家具有 40 余年历史的国有大型企业。公司拥有数源科技股份有限公司、杭州西湖数源软件园有限公司、数源移动通信设备有限公司、西湖集团(香港)有限公司、杭州西湖新能源科技有限公司、杭州东部

软件园股份有限公司、杭州华塑实业股份有限公司等下属企业 30 余家,其中数源科技为主板上市公司,东软股份和华塑实业为新三板挂牌企业。

2017 年 3 月,公司下属杭州大华塑业有限公司申报的“功能性膜材料研发生产基地项目”被浙江省经信委列入 2017 年浙江省技术改造重点项目,并于 11 月通过 2017 年浙江省第一批高新技术企业认定,并获得资质证书。

子公司数源科技是国家级高新技术企业、浙江省创新型试点企业,在智慧社区、指挥交通、车联网等智慧应用领域拥有一定量具备自主知识产权的科研成果和核心专利技术。2018 年,数源科技新能源汽车充换电设备及运营平台研发工作成功通过国家电网充电设备供应商资质能力核实,获得《供应商资质能力核实证明》,顺利成为 2019 年度国网合格供应商。跟踪期内,数源科技加入了“浙江省 5G 产业联盟”,参与《无人驾驶专用车项目》,并获“浙江省 5G 应用示范新星奖”“浙江省 5G 应用示范创新奖”,竞争实力进一步增强。截至 2018 年底,数源科技资产总额为 32.41 亿元,所有者权益 12.54 亿元;2018 年,数源科技实现营业收入 15.37 亿元,同比下降 42.49%,主要系房地产板块收入下降所致;利润总额 0.98 亿元,同比略有下降。

目前,公司拥有 4 家国家高新技术企业,先后创立了国家级企业技术中心、国家级博士后科研工作站、新能源汽车电子省重点企业研究院、浙江省西湖电子信息技术与新能源研究院、浙江省音视频工程技术研究中心等一批国家和省市级科研创新平台,在新能源充换电设备、物联网应用、网络集成、多媒体、数字电视等领域形成一定积累。

七、管理分析

跟踪期内,公司管理体制、管理制度、高层管理人员等方面无重大变化。

八、经营分析

品、房地产销售等。

公司主营业务包括商贸业务、视音频产

表 2 公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
商贸业务	17.63	28.14	0.57	10.28	18.81	2.89
视音频产品	23.86	38.09	2.11	28.61	52.34	1.50
房地产销售	17.22	27.49	13.97	8.11	14.83	26.97
加工修理劳务	0.63	1.01	21.39	0.66	1.21	18.35
租赁收入	1.40	2.21	78.01	1.49	2.73	78.13
电费收入	1.17	1.85	5.44	1.18	2.16	6.52
其他收入	0.73	1.21	31.34	4.34	7.92	29.46
合计	62.64	100.00	7.23	54.67	100.00	10.16

资料来源：公司年报

注：1.视音频产品主要为相关电子类产品贸易；2.其他收入中含子公司数源科技的电子信息类收入

2018年，公司营业收入同比下降13.72%至54.67亿元，其中房地产销售业务同比下降52.93%至8.11亿元，主要系本期房地产完工项目同比减少所致；商贸业务收入同比下降41.48%至10.28亿元，主要系西湖集团（香港）有限公司（以下简称“西湖香港”）原计入商贸业务收入部分2018年重分类至视音频业务，以及数源科技钢材贸易规模大幅下降所致；视音频产品同比增长19.91%至28.61亿元；租金收入来自软件园，2018年为1.49亿元，同比增长6.56%；当期实现电费收入1.18亿元，同比变动不大；其他收入中含子公司数源科技3.16亿元电子信息类收入，包括电子设备的研制与销售（产品设计只能驾驶辅助设备、智能充电设备、商用大屏幕多媒体显示设备等领域），以及信息系统集成服务（提供以建筑楼宇公共管理为核心的智慧社区工程建设，以及新能源汽车充电场站系统集成工程建设）。

2018年公司综合毛利率为10.16%，较上年度有所提高，主要系房地产业务毛利率增长。其中，商贸业务毛利率增长2.32个百分点，主要系贸易结构调整；房地产板块毛利率同比大幅上升主要系当期毛利率较低的经济适用房完工项目减少所致。

总体看，受房地产项目结转收入规模下降的影响，公司收入规模有所下降；同时因房地产板块结转项目主要为商业住宅，公司综合毛利率略有提升。

1. 商贸业务

公司贸易板块经营主体为公司本部（2.31亿元）、杭州信科（4.53亿元）、数源科技（3.43亿元）；其中，主要贸易种类包括公司本部的公交车贸易，数源科技的钢材贸易，杭州信科下属杭州华塑实业股份有限公司（以下简称“华塑实业”）的塑料薄膜产品。2017年，西湖香港的商贸业务收入为3.70亿元，2018年相关收入为2.16亿元，计入视音频业务中。2018年，公司商贸业务收入下降至10.28亿元，占比由28.14%降至18.18%。

新能源纯电动公交大巴贸易：杭州市政府将杭州市现有公交车置换为新能源纯电动公交车，具体车辆的采购由公司负责。公司的采购方式为先货后款，新能源纯电动公交大巴的供应商为杭州西湖比亚迪新能源汽车有限公司。2018年，公司采购公交数量约112台（2017年约为116台），平均采购成本约110万/台（含税），采用先款后货的方式。公司应杭州市政府要求，

将全部采购的公交车销售给杭州市公共交通集团，平均销售价格约75万/台（2017年约为64.10万/台），低于采购成本。杭州市政府与公司约定，2016-2018年，每年返还公交车运营补贴8万元/台。2018年，公司确认公交车贸易相关收入0.72亿元（2017年为0.74亿元）。

公司薄膜类产品经营主体为华塑实业，主要业务为功能性聚酯薄膜系列产品的研发、生产和销售；主要产品包括光学膜、聚酯热收缩膜、聚酯转移膜等，广泛运用于电子产品、LCD光学膜组、电子标签、纺织服装和装饰材料等领域。华塑实业已形成稳定的商业模式：采购方面，华塑实业外购的原材料主要为聚酯切片、功能性母粒等，由采购部根据生产计划/物料需求计划、安全库存量/库存/采购在途量制定采购计划，按询价、比价、议价的制度实施采购作业；2018年，华塑实业前五大供应商采购金额合计1.39亿元，占86.62%，集中度高。

生产方面，华塑实业通过生产线将聚酯切片、功能性母粒等原材料加工成各种功能性聚酯薄膜，因受产能限制，华塑实业在重点生产销售光电薄膜产品的同时，通过委托加工等方式销售装饰用转移薄膜、绝缘薄膜等产品，部分BOPET薄膜产品的生产采用OEM模式，以满足不同客户的需求。

销售方面，华塑实业采用直销方式对下游客户进行业务开拓，并由专业的售后团队跟踪产品使用情况，及时取得反馈信息，保证客户正常使用及货款顺利回收。2018年，华塑实业实现主营业务收入2.63亿元，主要为光学膜产品收入（2.01亿元）；毛利率为19.75%，较上年增加2.35个百分点；前五大客户销售金额合计0.59亿元，占22.06%，集中度较低。

公司钢材类贸易经营主体为数源科技，主要包括钢材贸易、大宗商品贸易以及电子及设备进口业务等，2018年收入为3.80亿元，同比下降46.44%，主要系中美贸易摩擦影响导致相关收入下降。其中钢材销售以内销、配送业务为主，主要用于市政建设、建筑施工等领域；

大宗商品贸易主要包括铜、铁矿石、煤炭、镍等产品的国内、进出口及转口贸易。跟踪期内，公司持续发展钢材配送、大宗贸易、电子及设备进口等业务种类，重点培育开拓供应链业务。

西湖香港主要贸易产品为视音频类电子产品，2018年相关收入计入公司合并口径视音频业务中。经营方式上，西湖香港在接到下游客户的订单后再向供应商进行采购，并且下游客户需预先支付30%左右的定金，实现销售后再收取剩余货款。2018年，公司主要供应商变化不大；销售方面，公司对下游客户的收款方式均为现金收款，平均结算周期约为7~40天。2018年视音频类电子产品收入为28.61亿元，同比增长19.91%；毛利率为1.50%，同比有所下降。

2. 房地产业务

公司房地产业务主要由数源科技子公司杭州中兴房地产开发有限公司（以下简称“中兴地产”）及其下属子公司负责运营，业务主要布局于杭州及其周边地区。2018年，中兴地产营业收入为8.42亿元，营业利润为1.02亿元（2017年营业收入为17.48亿元，营业利润为1.03亿元）。

截至2018年底，中兴地产拥有市区住宅库存3万余套，去化前景较为乐观，但部分郊区库存充足。跟踪期内，中兴地产保障性住房开发告一段落，房地产开发收入主要来自商业住宅和商业物业。2018年，中兴地产已完工项目包括景河03与04地块项目、御田清庭项目、衢州项目等，其中御田清庭项目与衢州项目的销售收入为中兴地产主要收入来源；杭州的诚园、景鸿、富阳三个项目正在推进中；新增集团停车场代建、奉化项目、哈尔滨项目，其中奉化项目、哈尔滨项目均系外地合作开发项目。

2018年，中兴地产销售收入同比下降51.13%至8.42亿元，主要系2017年公司保障房项目均已完成结算，2018年结算的主要为商业住宅。2018年，公司房地产预售面积和结算面积分别为2.46万平方米和12.14万平方米；主要

结算的房地产开发项目包括杭州景溪南苑（88733.38平方米）、衢州金融大厦（10619.24平方米）杭州景冉佳园（9766.54平方米）、杭州御田清庭（5848.42平方米）和杭州丁桥景园（2789.52平方米）；销售均价为13428.28元/平方米；结算均价为5681元/平方米。2018年，房地产板块毛利率由13.97%上升至26.97%，系

2018年结转的项目主要为毛利较高的商品房所致。公司房地产项目整体去化进程良好，截至2018年底可供出售面积为10.49万平方米。土地储备方面，公司目前暂无土地储备，2019年公司将进一步拓展房地产业务，继续跟踪杭州的云栖、浙江的诸暨、衢州、广西南宁、哈尔滨等土地市场，寻求土地资源。

表3 截至2018年底中兴地产在建项目情况（单位：万元、平方米）

项目名称	经营业态	开工时间	项目用地面积	项目规划计容建筑面积	已完工建筑面积	预计总投资	2018年实际投资额
文鸿金座	商业、车位	2018年6月	3984.00	8764.80	--	38000.00	21398.60

资料来源：公司提供

注：以上项目业总投资包括土地补偿金或土地出让金、勘察设计和前期工程费、建安成本、基础设施建设成本、财务成本及营业税金及附加

表4 2018年中兴地产销售及结算情况（单位：平方米）

项目名称	区域	经营业态	期初可供出售面积	2018年预售面积	2018年结算面积
三墩北A-R21-03地块经济适用房（景溪北苑项目）	杭州	住宅、商业、车位	3047.40	121.06	610.97
景溪南苑			10877.09	1148.79	88733.38
御田清庭			16663.12	5937.49	5848.42
杭州九州芳园			529.96	291.52	291.52
杭州丁桥景园			2527.57	2036.27	2789.52
杭州杨家村			1979.40	1398.79	1680.55
花园岗村拆迁安置房			7710.84	--	781.27
杭州墩墩家园			--	--	--
杭州景冉佳园			9703.76	9703.76	9766.54
杭州久睦苑			--	--	--
合肥西湖花园	合肥	商业、车位	135.68	--	--
诸暨景城嘉苑	诸暨		286.74	286.74	286.74
衢州金融大厦	衢州		10882.55	3737.90	10619.24
合计	--	--	64344.11	24662.32	121408.15

资料来源：数源科技年报

注：衢州金融大厦业态为商业和车位，其余均为住宅、商业和车位。

总体看，2018年，公司贸易业务收入有所下降；公交巴士业务仍存在采购与销售价格倒挂的情况；视音频业务经营稳定；房地产业务收入规模下降，毛利率有所上升，但无新增土地储备，未来盈利能力持续性存在波动。

3. 经营效率

从经营效率来看，2018年，公司销售债权周转次数为3.76次，较上年减少0.64次；存货周转次数较上年增加0.68次至3.08次；总资产周转次数为0.63次，较上年略有下降。跟踪期内，公司资产运营效率一般。

4. 未来发展

近年来，公司在新能源汽车及智慧交通等新兴产业领域实现突破。未来，公司将以提高发展质量和效益为中心，以产权多元化、机制市场化、产业智能化为目标，加快推进改革、创新、转型发展。

九、 财务分析

公司2018年合并财务报告经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计结论。2018年，公司合并范围

减少2家子公司，为杭州磁记录设备有限公司（吸收合并）和天津木喆数据科技有限责任公司（撤销关闭）。

截至2018年底，公司（合并）资产总额为85.56亿元，所有者权益31.57亿元（含少数股东权益8.25亿元）；2018年，公司实现营业收入54.67亿元，利润总额1.67亿元。

1. 资产质量

截至2018年底，公司资产总额85.56亿元，同比变动不大；其中流动资产占63.10%，非流动资产占36.90%。

截至2018年底，公司流动资产合计53.99亿元，同比下降6.06%。从构成上看，主要为货币资金（占20.82%）、应收账款（占23.27%）、其他应收款（占18.36%）和存货（占23.71%）。

截至2018年底，公司货币资金11.24亿元，同比增长23.53%。从构成来看，货币资金主要为银行存款（7.72亿元）。公司货币资金中使用受限规模为3.18亿元，系承兑、信用证及保函保证金和存单质押。

截至2018年底，公司应收账款为12.56亿元，同比增长8.54%。公司按账龄组合计提坏账准备的应收账款余额为11.90亿元，其中，1年以内占93.75%，账龄短；累计计提坏账准备0.37亿元；公司应收账款余额前五名合计2.70亿元，占20.58%，集中度一般。

截至2018年底，公司其他应收款为9.91亿元，同比下降9.35%，主要为应收经济适用房项目建设补贴（3.71亿元）。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为10.49亿元，其中，按账龄组合计提坏账准备的占58.39%，一年以内占49.84%，账龄短；应收关联方及政府单位款项占37.65%；截至2018年底共计提1.01亿元坏账准备。从集中度来看，公司其他应收款前五名余额合计8.47亿元，占77.55%，集中度高。

截至2018年底，公司存货账面价值为12.80亿元，同比下降32.88%，主要系本期房地产项

目完工交付所致。公司存货中的开发成本和开发产品分别为5.43亿元和5.82亿元；其中，开发成本主要为杭政储出[2016]13号地块商务楼（3.26亿元）和杭政储出[2017]4地块商业商务用房兼容社会停车场项目（2.14亿元）；开发产品主要包括衢州金融大厦（0.63亿元）、杭州花园岗村拆迁安置房项目（0.45亿元）、御田清庭（1.84亿元）和杭州景溪北苑（1.40亿元）。截至2018年底，公司存货中用于抵押的账面价值为1.51亿元。

截至2018年底，公司非流动资产合计31.57亿元，同比有所增长；从构成来看，主要为可供出售金融资产（占23.36%）、长期股权投资（占24.22%）、投资性房地产（占27.35%）和无形资产（占9.14%）。截至2018年底，公司可供出售金融资产7.37亿元，同比下降10.27%，主要为持有合伙企业的对外投资和股票投资，包括持有的国泰君安和华数数字电视传媒集团有限公司等股份；长期股权投资7.65亿元，同比增长56.67%，主要系本期新增对外投资所致，构成以对联营企业投资为主；投资性房地产合计8.63亿元，同比略有下降，其中0.19亿元用于借款抵押；无形资产2.88亿元，同比变动不大，构成主要为土地使用权。

截至2018年底，公司受限资产包括3.18亿元货币资金、1.51亿元存货、1.25亿元长期股权投资和0.19亿元投资性房地产，受限资产规模合计6.13亿元。

总体看，公司资产规模变动不大，以流动资产为主；应收账款、其他应收款及存货规模较大，对资金形成一定占用，资产流动性一般，整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

负债

截至2018年底，公司负债总额53.99亿元，同比略有下降；其中流动负债占84.40%，非流动负债占15.60%。

截至2018年底，公司流动负债为45.57亿

元,同比增长 21.84%,主要短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致;构成来看,以短期借款(占 50.59%)、应付账款(占 17.84%)和一年内到期的非流动负债(占 21.78%)为主。

截至 2018 年底,公司短期借款为 23.06 亿元,同比增长 44.98%,其构成主要为保证借款(14.69 亿元)。

截至 2018 年底,公司应付账款为 8.13 亿元,同比增长 40.05%,主要系商贸业务增加的应付账款;账龄方面,1 年以内应付账款占 61.64%,1-2 年占 25.52%,账龄偏长。

截至 2018 年底,公司预收账款 0.91 亿元,同比大幅下降 79.29%,主要系房产项目完工交付确认收入所致。

截至 2018 年底,公司其他应付款同比下降 66.08%至 1.32 亿元,主要系支付浙江省发展资产经营有限公司往来款。

截至 2018 年底,公司一年内到期的非流动负债同比增加 5.32 亿元至 9.93 亿元,系一年内到期的应付债券转入本科目核算所致。

截至 2018 年底,公司非流动负债同比下降 54.06%至 8.42 亿元,其中,长期借款同比下降 48.80%至 4.35 亿元;4.97 亿元应付债券“14 西湖电子债/14 西电债”将于一年内到期转入流动负债科目核算。

有息债务方面,截至 2018 年底,公司全部债务规模 38.02 亿元,同比增长 6.89%,其中短期债务同比增长 52.32%至 33.67 亿元;长期债务同比下降 67.69%至 4.35 亿元。

截至 2018 年底,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 63.11%、54.64%和 12.11%,较上年底分别减少 1.12 个百分点、增加 1.24 个百分点和减少 18.15 个百分点。

总体看,跟踪期内,公司债务规模有所增长,短期债务规模及占比大幅上升,短期偿债压力大,债务结构亟待调整。

所有者权益

截至 2018 年底,公司所有者权益合计 31.57 亿元,较上年底保持相对稳定。从构成上来看,

少数股东权益占 26.15%,归属于母公司的所有者权益占 73.85%。公司归属于母公司的所有者权益中,实收资本为 2.66 亿元,资本公积 8.26 亿元,其他综合收益为 3.06 亿元,未分配利润为 8.86 亿元。

整体看,跟踪期内,公司所有者权益稳定性尚可。

3. 盈利能力

2018 年,公司营业收入为 54.67 亿元,同比下降 13.72%;营业成本同比下降 16.01%至 49.11 亿元;营业利润率为 9.09%,同比增加 2.77 个百分点。

公司期间费用以财务费用和管理费用为主,2018 年公司期间费用 4.00 亿元,同比增长 7.84%,占营业收入比重为 7.32%(2017 年为 5.86%)。其中,财务费用同比增长 44.30%至 1.78 亿元;管理费用同比下降 31.37%至 1.38 亿元。公司期间费用控制水平尚可。

2018 年,公司投资收益为 0.33 亿元,其他收益为 0.87 亿元(主要为电动公交车运营补助),利润总额同比下降 34.08%至 1.67 亿元,系 2017 年公司 2.26 亿元资产处置收益(搬迁收益)。公司利润总额对非经常性损益依赖程度高。

从盈利指标看,2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.24%和 5.10%,较 2017 年变动不大。

总体看,跟踪期内,公司收入规模有所下降,期间费用控制能力尚可,利润总额有所下降,因收益较高的地产等业务确认收入推升主业利润水平。

4. 现金流及保障

经营活动方面,2018 年,公司经营活动现金流入 73.06 亿元,同比增长 16.05%,其中,销售商品、提供劳务收到的现金为 47.60 亿元,同比下降 17.61%;收到其他与经营活动有关的现金为 25.42 亿元,同比大幅增加 20.38 亿元,

主要为收到的往来款、保证金以及代收客户款项。公司经营活动现金流出为 66.91 亿元，同比下降 6.60%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金同比下降 17.61%至 41.89 亿元；支付其他与经营活动有关的现金为 21.61 亿元，同比增加 14.65 亿元，主要是期间费用付现支出、支付的保证金和单位往来款。同期，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.15 亿元（2017 年为-8.67 亿元）；现金收入比为 87.08%。公司收入实现质量一般。

投资活动方面，2018 年公司投资活动现金流入 12.38 亿元，同比有所下降，其中收回投资收到的现金 2.91 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 8.95 亿元，主要是收回非金融企业借款本息等所得现金。公司投资活动支付的现金为 16.78 亿元，同比变动不大，主要为支付其他与投资活动有关的现金 9.43 亿元（主要是投出非金融企业借款本息等所付现金）和投资支付的现金 6.57 亿元（主要是投出长期股权投资、结构性存款或理财产品等所付现金）。公司投资活动产生的现金流量净额为-4.39 亿元，呈净流出态势。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入同比增长 48.38%至 26.71 亿元，主要为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动现金流出同比大幅增加 13.81 亿元至 27.33 亿元，其中，偿还债务支付的现金为 19.16 亿元。2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额-0.63 亿元。

总体看，2018 年公司经营性净现金流由负转正，收入实现质量进一步下降；投资活动仍呈净流出态势，考虑到公司短期偿债压力加重，公司存在较大对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 118.47%和 90.38%，较上年分别减少 35.19 个百分点和 12.29 个百分点；由于经营性净现金流由负转正，公司经营现金流动负债比为 13.51%。总体看，跟踪期内，

公司剔除受限后的现金保有量有所增加。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司实现 EBITDA 为 4.22 亿元，同比下降 8.74%；EBITDA 利息倍数为 2.08 倍，同比减少 0.66 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 9.00 倍，同比增加 1.32 倍。整体看，公司长期偿债能力有所弱化。

截至 2019 年 3 月底，公司获得各商业银行综合授信额度合计人民币 51.33 亿元，尚未使用额度 17.06 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司拥有 1 家 A 股上市子公司数源科技，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总计 33.33 亿元，同比增长 8.20%；其中，流动资产与非流动资产占比分别为 52.18%和 47.82%。母公司流动资产主要包括货币资金 5.42 亿元，其他应收款 8.74 亿元；非流动资产主要包括 5.51 亿元可供出售金融资产和 8.97 亿元长期股权投资。

截至 2018 年底，母公司负债合计 18.17 亿元，同比增长 18.27%；其中，流动负债与非流动负债分别为 15.83 亿元和 2.34 亿元，流动负债规模及占比均大幅增加。母公司流动负债主要包括 8.20 亿元短期借款和 5.00 亿元一年内到期的非流动负债；非流动负债主要为长期借款和递延所得税负债。同期，母公司所有者权益为 15.16 亿元，同比有所增加，包括 2.66 亿元实收资本，5.66 亿元资本公积，2.94 亿元其他综合收益和 3.42 亿元未分配利润。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入为 2.44 亿元，同比增长 92.67%；营业成本为 2.72 亿元，同比增长 64.94%。同期，母公司其他收益为 0.75 亿元，投资净收益为 0.51 亿元，实现利润总额为 0.39 亿元。母公司盈利规模小，主要来自投资和补贴收益。

2018 年，母公司经营活动现金流入为 15.10 亿元，以收到其他与经营活动有关的现金为主；母公司经营活动现金流出为 16.13 亿元，以支付

其他与经营活动有关的现金为主；经营性净现金流为-1.03亿元。母公司投资活动现金流入为4.34亿元，以收到其他投资活动有关的现金为主；投资活动现金流出为4.17亿元，以支付其他与投资活动有关的现金为主，投资活动产生的现金流量净额为0.43亿元。母公司筹资活动以取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主，2018年筹资活动产生的现金流量净额为1.20亿元。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》（信用机构代码：G1033010600334050T），截至2019年7月23日，公司无未结清不良信贷信息，过往债务履约状况较好。

7. 抗风险能力

公司系杭州市六家国有资产授权经营单位之一。基于对公司自身经营、财务风险等情况的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2018年底，公司存续期内债券为“14西湖电子债/14西电债”，余额5亿元，将于2019年11月到期。

截至2018年底，公司剔除使用受限货币资金后的现金类资产为一年内到期存续债券的2.38倍；2018年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对存续期内债券余额（5.00亿元）的保障倍数分别为14.61倍和0.84倍。总体看，公司经营活动现金流入量及现金类资产对存续期内债券的保障能力较好。

表5 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2018年
一年内到期债券余额	5.00
现金类资产/一年内到期债券余额	2.38

经营活动现金流入量/应付债券余额	14.61
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.23
EBITDA/应付债券余额	0.84

资料来源：联合资信整理

十一、担保方担保能力分析

“14西湖电子债/14西电债”由杭实集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

杭实集团是根据杭州市委、市政府《关于组建杭州市工业资产经营有限公司的通知》（市委[2001]15号）和《关于调整市级工业国有资产营运体系和市属工业企业管理体制的通知》（市委[2002]15号），由杭州化工控股（集团）有限公司、杭州轻工控股（集团）有限公司、杭州市医药管理局、杭州市纺织化纤工业公司、杭州机械电子控股（集团）有限公司、杭州丝绸控股（集团）有限公司、杭州建材冶金控股（集团）有限公司、杭州二轻控股（集团）有限公司共八家控股公司共同组建而成，成立于2001年11月13日，为国有独资经营公司，后经多次变更，截至2018年底，实缴注册资本为人民币30亿元。杭州市人民政府国有资产监督管理委员会始终为杭实集团唯一股东和实际控制人，出资比例占杭实集团注册资本的100%。

杭实集团主营业务为橡胶轮胎和家用电器。橡胶轮胎业务的经营主体为中策橡胶集团有限公司，家用电器的经营主体为金鱼集团，是一家以生产、销售家用洗衣机为主，兼营其它家电产品的综合性大型企业，其主要参股公司杭州松下家用电器有限公司为松下电器海外最大的洗衣机生产基地，以生产销售“松下”牌洗衣机为主。2018年，杭实集团轮胎等橡胶业务和家电业务分别实现收入264.77亿元和53.36亿元，同比分别增长5.92%和22.18%；毛利率分别为17.21%和12.60%，同比分别增加1.66个百分点和减少-1.33个百分点。

截至2018年底，杭实集团（合并）资产总额591.30亿元，同比增长8.25%；所有者权益217.55亿元，同比增长11.46%。2018年实现营

业收入550.52亿元，同比增长44.21%；利润总额20.32亿元，同比变动不大。

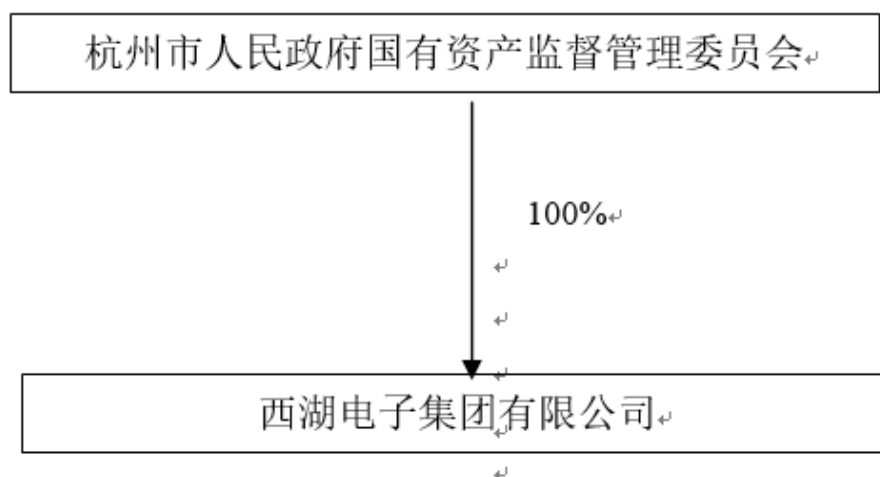
总体看，杭实集团作为杭州市国有资产运营中的重要经营实体，地位突出，政府支持力度大。2018年，杭实集团营业收入大幅上升，盈利能力保持稳定，考虑到杭实集团为国有独资企业，综合实力较强，联合资信评定杭实集团信用等级为AA⁺_{pi}，评级展望为稳定。

“14西湖电子债/14西电债”发行额度5亿元，为杭实集团2018年底资产总额的0.85%、所有者权益合计的2.30%，所占比例低；为其2018年营业收入的0.91%，利润总额的24.60%，经营活动现金净流量的11.31%。截至2019年3月底，杭实集团对外担保余额17.75亿元，为报告期末净资产的7.52%，同比减少3.02个百分点。总体看，杭实集团综合实力强，其担保有效提升了“14西湖电子债/14西电债”本息偿付的安全性。

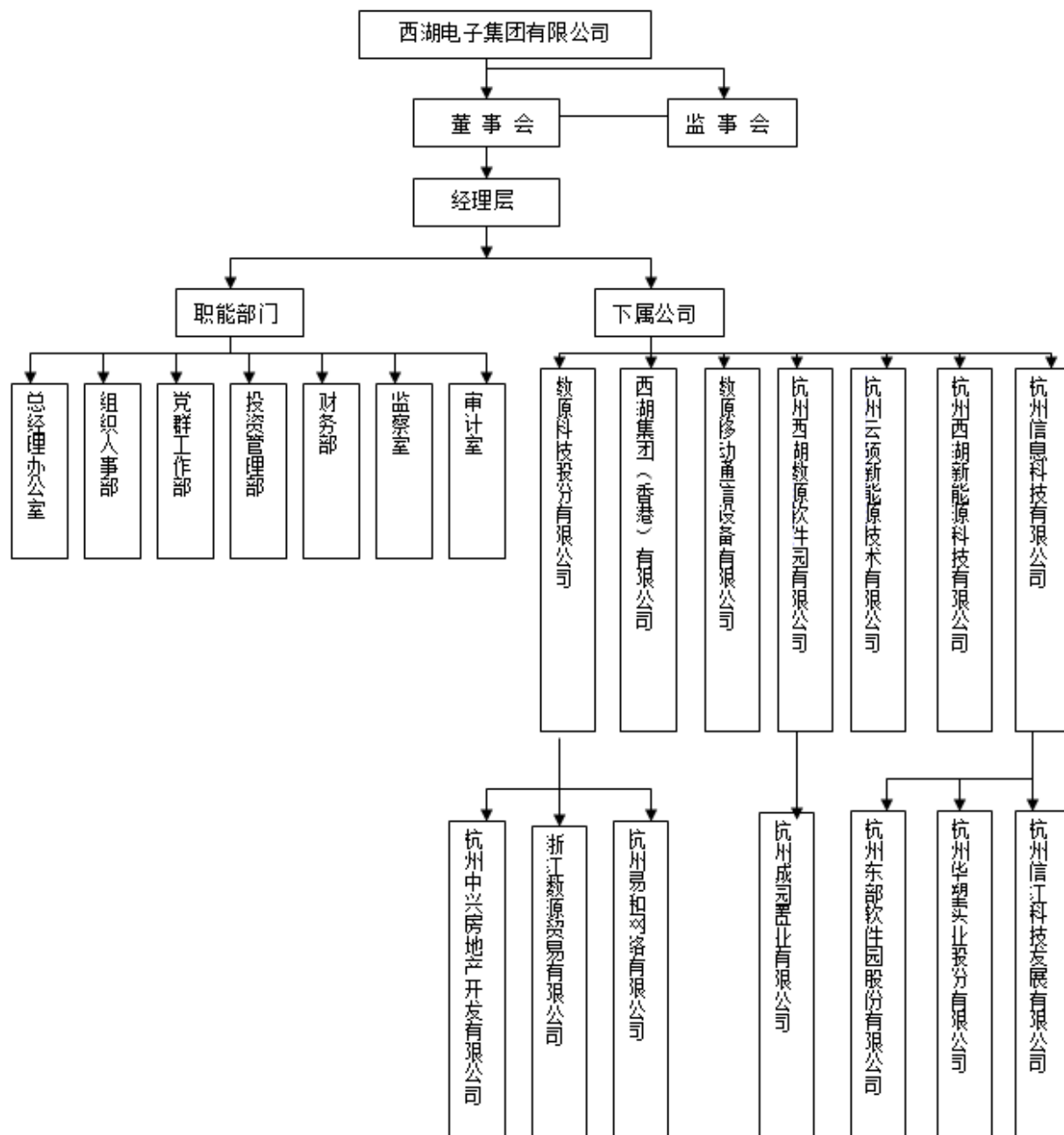
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA⁻，“14西湖电子债/14西电债”的信用等级为AA⁺，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图



附件2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	13.95	7.10	11.89
资产总额(亿元)	98.29	86.77	85.56
所有者权益(亿元)	31.42	31.03	31.57
短期债务(亿元)	11.45	22.11	33.67
长期债务(亿元)	17.69	13.46	4.35
全部债务(亿元)	29.13	35.57	38.02
营业收入(亿元)	46.52	63.36	54.67
利润总额(亿元)	0.99	2.54	1.67
EBITDA(亿元)	2.79	4.63	4.22
经营性净现金流(亿元)	3.84	-8.67	6.15
财务指标			
销售债权周转次数(次)	3.20	4.40	3.76
存货周转次数(次)	1.30	2.40	3.08
总资产周转次数(次)	0.48	0.69	0.63
现金收入比(%)	115.78	91.20	87.08
营业利润率(%)	6.78	6.32	9.09
总资本收益率(%)	3.26	5.29	5.24
净资产收益率(%)	2.60	5.90	5.10
长期债务资本化比率(%)	36.02	30.26	12.11
全部债务资本化比率(%)	48.11	53.40	54.64
资产负债率(%)	68.03	64.23	63.11
流动比率(%)	161.31	153.66	118.47
速动比率(%)	91.13	102.67	90.38
经营现金流动负债比(%)	9.06	-23.19	13.51
EBITDA 利息倍数(倍)	1.44	2.74	2.08
全部债务/EBITDA(倍)	10.45	7.68	9.00

注：现金类资产剔除使用受限的货币资金

附件 3 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变