

信用等级公告

联合〔2020〕581号

联合资信评估有限公司通过对杭州市国有资本投资运营有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据信用状况进行综合分析和评估，确定杭州市国有资本投资运营有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，杭州市国有资本投资运营有限公司 2020 年度第一期中期票据的信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告



杭州市国有资本投资运营有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

本期中期票据信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：20 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次性偿还本金及最后一期利息

募集资金用途：偿还有息债务、用于战略新兴产业相关基金出资或对创新型企业股权投资

评级时间：2020 年 8 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺	评级结果		AA ⁺
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”或“杭州资本”）的评级反映了公司作为杭州市重要的国有资本投资运营公司，聚焦于高端装备、生物医药和数字经济三大产业，以直接股权投资、产业投资基金、私募基金等形式开展投资业务。成立以来，公司在资产划拨方面获得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”）的大力支持；其下属子公司杭州制氧机集团股份有限公司（以下简称“杭氧股份”）空分设备制造和工业气体生产能力已达到国内领先水平，在行业地位、技术水平、在手订单等方面具有综合竞争优势；通过持有上市公司华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”）的股份获得稳定的投资收益。同时，联合资信也关注到空分设备及工业气体行业受宏观经济影响较大，公司成立时间较短且治理结构有待进一步完善，现场供气业务前期投资规模较大且面临因客户违约而带来的投资损失，公司所投资基金回收期长，对外担保比率高等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。

未来，公司将聚焦高端装备、生物医药和数字经济三大产业，在推动杭州市产业集聚和转型升级的过程中，有望在资金、项目等多个方面获得当地政府的支持，公司经营状况有望保持良好，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. 政府支持力度大，外部发展环境良好。公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，享受国家及地方政府政策导向和区位优势带来的发展机遇，在资产划拨等方面得到杭州市政府的大力支持。
2. 杭氧股份的空分设备制造能力已达到行业领先水平。公

分析师：刘 哲 郭察理

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

司下属子公司杭氧股份是国内领先的气体分离设备设计、制造成套企业，近年来逐步向工业气体领域延伸并发展壮大，在行业地位、技术水平等方面具有一定的竞争优势。

3. 华东医药能够为公司提供较为稳定的投资收益。公司持有华东医药 16.46%的股份，近年来，华东医药经营稳健，盈利能力强，能够为公司贡献稳定的投资收益。

4. 公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障能力强。2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 1.86 倍、2.75 倍和 5.08 倍。

关注

1. 制氧机业务易受宏观经济、行业政策等外部因素影响。空分设备与工业气体的下游行业主要为钢铁、化工等，其需求与国民经济增长、国家宏观经济周期和宏观政策紧密相关；外部环境的不确定性可能会对公司的经营和盈利造成一定影响。

2. 工业气体业务前期投资规模对资金形成一定占用。杭氧股份现场供气设施前期投资规模较大，回收期较长，对公司营运资金形成一定占用；同时，由于设备迁移难度高，若客户因行业景气度下降或自身经营不善出现违约，公司可能面临较大的投资损失。

3. 治理结构有待完善。公司于 2018 年 11 月成立，成立时间较短，部分董事和监事的任命委派或选举程序尚未完成，治理结构有待完善。

4. 对外担保规模大。截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 28.23 亿元，占当期净资产的 21.93%，对外担保比率高。未来若被担保企业经营不善，公司可能面临一定的或有负债风险。

5. 投资业务仍处布局阶段，未来投资规模大，回收期长，投资收益存在不确定性。公司投资于浙江省 5G 产业基金、国家集成电路产业基金二期等各项产业基金，投资规模较大，回收期长，且基金能否取得预期收益存在一定的不确定性。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	27.46	36.77	36.17	43.16
资产总额(亿元)	145.75	171.57	199.15	223.86
所有者权益(亿元)	82.39	100.24	123.93	128.71
短期债务(亿元)	10.84	3.00	19.79	26.03
长期债务(亿元)	13.83	17.01	10.79	18.94
全部债务(亿元)	24.67	20.01	30.58	44.97
营业收入(亿元)	64.79	82.35	122.41	32.30
利润总额(亿元)	8.61	12.91	18.87	4.61
EBITDA(亿元)	10.28	14.45	25.57	--
经营性净现金流(亿元)	6.31	15.42	13.96	-8.35
营业利润率(%)	20.02	21.74	17.14	11.29
净资产收益率(%)	8.53	11.08	13.24	--
资产负债率(%)	43.47	41.57	37.77	42.50
全部债务资本化比率(%)	23.04	16.64	19.79	25.89
流动比率(%)	173.11	172.18	155.23	161.18
经营现金流动负债比(%)	13.95	30.68	23.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.29	13.39	25.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.40	1.39	1.20	--

公司本部（母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	--	--	87.22	91.88
所有者权益(亿元)	--	--	81.56	81.66
全部债务(亿元)	--	--	5.60	10.20
营业收入(亿元)	--	--	6.25	0.03
利润总额(亿元)	--	--	4.77	0.10
资产负债率(%)	--	--	6.49	11.13
全部债务资本化比率(%)	--	--	6.43	11.10
流动比率(%)	--	--	279.70	193.09
经营现金流动负债比(%)	--	--	3.25	--

注：公司 2017—2018 年数据采用备考财务报表数据；2020 年 1—3 月财务数据未经审计

主体评级历史：首次评级

声 明

一、本报告引用的资料主要由杭州市国有资本投资运营有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

杭州市国有资本投资运营有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”或“杭州资本”）于 2018 年 11 月 28 日在杭州市市场监督管理局登记注册，系由杭州市人民政府出资设立，并由杭州市人民政府授权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”）履行出资人职责的杭州市第一家市属国有独资的国有资本运营公司，定位于围绕杭州市重大战略部署，积极开展国有资本投融资业务，进一步深化国资国企改革，优化国有资本资源配置和全市产业布局。成立以来，公司接受杭州市国资委划入的杭州华东医药集团有限公司（以下简称“华东医药集团”）100%国有股权和杭州制氧机集团有限公司（现已更名为“杭州杭氧控股有限公司”，以下简称“杭氧集团”）90%国有股权，并陆续出资成立了杭州战略新兴产业投资有限公司（注册资本 20 亿元）、杭州钱塘集成电路产业发展有限公司（注册资本 30 亿元）等。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本 100.00 亿元，实收资本 59.20 亿元，杭州市国资委持有公司 100.00%股份，为公司唯一股东和实际控制人。

公司经营范围：市政府授权范围内的国有资产经营，市政府及有关部门委托经营的资产，投资与投资管理以及咨询服务，资产管理与处置，股权管理股权投资基金管理（未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款，融资担保，代客理财等金融服务）；批发、零售：煤炭（无储存），有色金属，钢铁原料及制品，木材，焦炭，纸浆，化工产品及其原料、沥青（除化学危险品及易制毒化学品），黄金制品，塑料原料及制品，普通机械，建筑材料，水泥，橡胶制品，初级食用农产品（除药品），棉花，饲料，燃料油，石油制品（除成品油，除化学

危险品及易制品化学品），玻璃制品，纸制品，五金交电，机械设备，水暖器械，汽车配件，仪器仪表，计算机软硬件及配件，电子产品，针、纺织品；食品经营；货物及技术进出口（法律、行政法规禁止经营的项目除外，法律、行政法规限制经营的项目取得许可后方可经营）；其他无需报经审批的一切合法项目。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年 3 月底，公司下设纪检室、组织人事部、办公室、投资运营部、财务管理部和风控法务部共 6 个部门（见附件 1-2）；公司合并范围内子公司共 67 家。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 199.15 亿元，所有者权益合计 123.93 亿元（其中少数股东权益 36.52 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 122.41 亿元，利润总额 18.87 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 223.86 亿元，所有者权益合计 128.71 亿元（其中少数股东权益 37.94 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 32.30 亿元，利润总额 4.61 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市下城区柳营巷 19 号 201 室；法定代表人：金旭虎。

二、本期中期票据概况

公司拟于 2020 年注册总额度为 20 亿元的中期票据，本期计划发行的 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），拟发行额度为 20 亿元，发行期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次偿还本金及最后一期利息。公司发行本期中期票据所募集的资金将用于偿还有息债务、用于战略新兴产业相关基金出资或对创新型企业股权投资。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

1. 国内宏观经济环境

2019年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019年以来中国经济增速继续下行，全年GDP同比增长6.1%（见下表），为2008年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长6.4%，前二季度累计同比增长6.3%，前三季度累计同比增长均为6.2%，逐季下滑态势明显。2020年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP同比增长-6.8%，是中国有GDP统计数据以来首次出现大幅负增长。

表1 2016—2020年一季度中国主要经济数据

（单位：万亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年一季度
GDP	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇登记失业率	4.0	3.9	3.8	3.6	5.9
城镇居民人均可支配收入增速	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

2019年消费和固定资产投资增长持续处

于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020年一季度三大需求全面大幅收缩。2019年，社会消费品零售总额同比增长8.0%，较上年下滑1.0%，其中网上零售额10.6万亿元，同比增长16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长5.4%，比上年低0.5个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为3.1%，比上年低6.4个百分点；基础设施投资增速为3.8%，与上年持平；房地产投资增速为9.9%，比上年高0.4个百分点。民间投资增速为4.7%，比上年低4.0个百分点；国有投资增速为6.8%，比上年高4.9个百分点。2019年，货物进出口总额31.54万亿元，同比增长3.4%，增速比上年回落6.3个百分点。其中，出口增长5.0%，进口增长1.6%。进出口顺差2.92万亿元，同比扩大25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长8.0%、14.1%、-10.7%和0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口9.27万亿元，增长10.8%。2020年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长3.1%、5.7%和6.9%，占GDP比重分别为7.1%、39.0%和53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长5.7%，增速较上年同期回落0.5个百分点；2019年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长9.4%和5.4%，服务业增长势头较好。2020年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2月数据），

工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨2.9%，涨幅比上年扩大0.8个百分点，其中食品价格全年上涨9.2%，涨幅比上年提高7.4个百分点；非食品价格上涨1.4%，涨幅比上年回落0.8个百分点。不包括食品和能源的核心CPI温和上涨1.6%，涨幅比上年回落0.3个百分点。2019年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降0.3%，比上年回落3.8个百分点。工业生产者购进价格指数（PPRM）同比下降0.7%，涨幅比上年回落4.8个百分点。2020年一季度，CPI和PPI分别累计同比增长4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019年，全国一般公共预算收入190382亿元，同比增长3.8%，增速比上年回落2.4个百分点。其中税收收入157992亿元，同比增长1.0%；非税收入32390亿元，同比增长20.2%。2019年，全国一般公共预算支出238874亿元，同比增长8.1%，增速比上年低0.6个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长16.1%、14.4%和18.2%。2019年财政收支差额4.85万亿元，较去年同期大增2.91万亿元。2020年一季度，全国一般公共预算收入4.6万亿元，同比增长-14.3%；支出5.5万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在5%（含）以上，较上年有所提高。制造业PMI和非制造业PMI的从业人员指数，2019年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020年1—3月，受疫

情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为5.3%、6.2%和5.9%，3月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 国内宏观政策环境

2019年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至2.15万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，

至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 国内宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大

“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、行业及区域经济环境

公司营业收入主要来自空气分离设备和工业气体的销售，属于空气分离设备和工业气体制造行业。随着供给侧改革政策的逐步实施，钢铁、石油化工行业产能过剩情况有所改善，行业整体景气度有所提升，为空分设备和工业气体制造企业提供了良好的市场环境。

1. 行业概况

空气分离设备，简称空分设备，是以空气为原料，通过压缩循环深度冷冻的方法把空气变成液态，再经过精馏而从液态空气中逐步分离生产出氧气、氮气及氩气等惰性气体的设备。空气分离设备是重要的工业装备之一，广泛应用于能源、冶金、化工、煤化工等领域，是衡量装备制造工业水平的重要标志。

与国内空分设备行业相比，国内气体行业起步较晚。但随着市场逐步认可由专业的气体供应商提供工业气体服务的运营模式，冶金、化工等相关行业的工业气体市场陆续向气体供应服务商打开。工业气体可应用于化工、石油、冶金、机械、电子、玻璃、食品饮料、医疗等诸多领域，几乎渗透到各行各业，作为工业的基础要素之一，被誉为“工业的血液”。

按照供气规模和方式，工业气体可分为零售供应和现场供应两大类。工业气体的运输途径主要有三种：现场或管道供气、液体供气、气瓶供气。对于大规模用气的客户，一般会在客户现场建造制气装置直接供应，也可通过完善的管网，向一定区域内的客户供气。液体供气指将气体压缩成液体后，通过液体槽车送达客户。气瓶供气用于满足气体需求量较少的客户需求。同一个气体设备产生的气体可以通过以上三种形式供气。中国较早发展起来的是现场供应市场，而随着经济的发展，各类中小规模企业的用气需求不断增多，气体零售市场得到迅速发展。

总体看，空分设备和工业气体主要应用于冶金、化工等领域，其市场规模随着国民经济的发展而迅速扩大。

2. 行业需求

中国空分设备和工业气体的下游需求中，冶金和化工行业约占 50%，医疗、电子、食品、玻璃等其他行业占 50% 左右，近几年新兴行业需求占比有逐步提升趋势。

在钢铁行业方面，随着钢铁行业供给侧改

革逐步实施，2016 年以来，全国累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业 700 多家，取缔产能 1.4 亿吨。粗钢产能利用率由 2015 年的 70% 提升至 80% 以上，已基本进入合理区间。同时，国内钢材价格出现一波大幅上涨的行情，Myspic 综合钢价指数从 2015 年 12 月 11 日的最低 69.82 点跃升至 2018 年 8 月 21 日的 164.80 点，涨幅达 136.04%；2019 年，钢铁行业在经历三年“化解过剩产能”后，供给侧结构性改革带来的政策红利逐渐衰减，钢铁行业高供给压力有所显现，市场价格有所下行，叠加铁矿石价格大幅上涨侵蚀企业利润，钢铁行业盈利水平显著下降。2019 年钢材价格总体平稳，呈窄幅波动走势。5 月初达到最高 113.1 点，10 月底震荡下降至年内最低 104.3 点。全年中国钢材价格指数均值为 107.98 点，同比下降 6.77 点，降幅为 5.9%。

在石油化工行业方面，近年来，在大宗原料价格反弹上行及企稳、环保政策与供给侧改革的共同作用下，化工行业供需格局得以改善，国内炼油企业原油加工量、炼厂开工率均呈现上升趋势，2017—2019 年，国内原油加工量分别为 5.68 亿吨、6.04 亿吨和 6.52 亿吨，逐年增长。

3. 行业竞争

空分设备方面，目前，国内从事大型空分设备制造的企业中，中外合资企业主要包括林德工程（杭州）有限公司（简称“林德公司”）和液化空气（杭州）有限公司（简称“液空公司”）等几家大型企业集团，非合资的企业主要包括杭州制氧机集团股份有限公司（以下简称“杭氧股份”）、四川空分设备（集团）有限公司等。其中，林德公司、液空公司和杭氧股份的技术实力相对较强。在中小型空分设备市场中，国内生产企业数量相对较多，竞争较为激烈。

工业气体方面，主要工业气体供应商均由

设备厂商发展而来。目前，现场制气业务中，德国林德集团、法国液空集团、美国普莱克斯和美国空气化学产品等国际巨头、杭氧股份等设备公司具有相对竞争优势；零售气市场需求较为分散，资本门槛较低，基本处于充分竞争状态；部分专业气体公司由原隶属于大型国企的气体分部发展而来，如宝钢气体等。同时，由于工业气体存在运输半径限制，区域内规模较大、综合服务能力较强的气体公司将主动通过兼并收购的方式进行渠道、网络、客户等行业整合，不断完善区域内网络布局同时拓展业务区域，逐步扩大市场份额。

总体看，大型空分设备制造领域技术壁垒较高，市场集中度高，主要厂商向下游延伸，占据了现场制气的大部分市场份额；中小型空分设备和零售气生产领域企业数量多，市场竞争激烈，行业面临整合。

4. 行业政策

空分设备和工业气体主要应用于下游钢铁及煤化工的生产，行业发展受到下游行业相关政策影响较大。

钢铁行业方面，近年来，国家为加强钢铁行业管理，规范钢铁企业生产经营秩序，不断推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，出台了一系列的相关钢铁行业政策，以促进钢铁工业的全面、协调和可持续发展。2016年2月，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，表示中央将着眼于推动钢铁行业供给侧结构性改革，在近几年淘汰落后钢铁产能的基础上，用5年时间再压减粗钢产能1~1.5亿吨，使行业兼并重组取得实质性进展、产能利用率趋于合理；随后，国内逐步形成了以《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为纲领的一系列钢铁行业供给侧改革相关配套政策。有关政策的颁布、执行，有利于缓解国内钢铁产能严重过剩带来的市场压力，改善钢铁企业无序竞争的局面，提高企业生产经营效益。

煤化工行业方面，中国能源结构现状决定了发展煤化工的必要性，当前出台的部分产业政策目的主要在于遏制煤化工行业低水平重复建设和盲目扩张，推动产业结构优化和转型升级，促进节能减排和技术进步，提高经济运行质量和效益，规范行业健康发展，维护市场竞争秩序。以焦化行业为例，焦化行业的产业政策主要围绕“总量控制、调整结构、节约能（资）源、保护环境、合理布局”等可持续发展原则制定，新申请焦炉项目参照《焦化行业准入条件（2014年修订）》受理。新标准加强了节能环保、综合利用与安全生产等方面的要求，强调完善产业链管理，突出相关要求的针对性和可考核性。

总体看，受供给侧改革等相关政策影响，钢铁行业新增产能受限，煤化工项目谨慎推进，可能会在一定程度上影响空分设备和工业气体需求增速。

5. 行业关注

（1）宏观经济周期性波动的风险

从宏观来看，空分设备和工业气体下游行业主要为钢铁、化工等，其需求与经济周期的景气度具有较大相关性。从总体来看，目前国内外经济走势仍偏弱，外部环境的不确定性可能会对相关公司的经营和盈利造成一定影响。

（2）行业竞争激烈

随着行业整体技术水平的提高，在大型现场制气项目上，中国大型空分设备和工业气体制造企业面临来自国内外竞争者挑战的压力；中小型企业行业竞争激烈，在市场竞争中处于劣势。

6. 未来发展

空分设备作为重大基础装备在国民经济中发挥着日益重要的作用。无论是冶金、化工、化肥等传统行业的技术升级、工艺改进，还是新型煤化工、炼化一体化等产业的快速发展，空分设备都是不可或缺的重要一环。随着国家

经济转向高质量发展阶段，航空航天、电子、医疗、新能源、新材料等高科技和新兴产业的蓬勃发展将使得工业气体的应用市场得到进一步拓展。

国内工业气体产业目前处于成长期，未来传统产业的转型升级和新兴产业的快速发展将为工业气体产业的发展带来广阔的市场空间。目前国内工业气体市场各企业均处于加快布局的阶段，希望通过并购、投资新建等手段实现快速扩张，确立市场地位，行业内企业的整合也将不断出现。

总体看，空分设备和气体产业均面临广阔的市场空间，龙头企业的竞争优势将更加明显。

7. 区域经济环境

杭州市区域经济快速增长，在全国位居前列，财政实力强，为公司发展提供了良好的外部发展环境。

杭州市为浙江省省会，是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，是长江三角洲城市群中心城市之一、环杭州湾大湾区城市、长三角宁杭生态经济带节点城市，也是中国重要的电子商务中心之一，区域经济发达。

根据《2019年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2019年杭州市综合经济实力持续增强，杭州市全年实现地区生产总值15373亿元，较上年增长6.8%。其中，第一产业增加值326亿元，第二产业增加值4875亿元，第三产业增加值10172亿元，分别增长1.9%、5.0%和8.0%。三次产业结构调整为2.1:31.7:66.2。按常住人口计算，人均GDP为152465元，较上年继续提高。

2019年，杭州市全年固定资产投资较上年增长11.6%，其中基础设施投资增长5.2%。2019年，杭州市房地产开发投资较上年增长10.7%；房屋施工面积11996万平方米，较上年增长2.1%；新开工面积2435万平方米，较上年下降10.1%；竣工面积1728万平方米，较上年增长5.5%；商品房销售面积1514万平方

米，较上年下降9.7%。

杭州市经济的增长带动了财政实力的增强。2019年，杭州市财政总收入3650.0亿元，较上年增长5.6%；一般公共预算收入1966.0亿元，较上年增长7.7%。全市一般公共预算支出1952.9亿元，较上年增长13.7%，杭州市财政自给率为100.67%，处于较高水平。

《杭州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出，杭州市要更加注重产业融合发展，大力推进产业结构战略性调整，打好转型升级组合拳，创造新供给，激活新需求，构建以信息经济为引领、现代服务业为主导、先进制造业为支撑、都市现代农业为基础的现代产业新体系，推进产业迈向中高端，塑造“杭州质量”。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本100.00亿元，实收资本59.20亿元，杭州市国资委持有公司100.00%股份，为公司唯一股东和实际控制人。

2. 企业规模与竞争力

公司系杭州市属聚焦高端装备、生物医药和数字经济方向的国有资本运营公司，前景发展良好。子公司杭氧股份的空分设备制造能力已达到行业领先水平，华东医药能够为公司提供较为稳定的投资收益，公司综合竞争力很强。

公司成立于2018年11月¹，是杭州市重要的国有资本运营公司，聚焦于高端装备、生物医药和数字经济三大产业，以直接股权投资、

¹根据杭州市国资委《关于划转杭氧集团等部分市属企业国有股权的通知》（杭国资改〔2018〕218号），为贯彻落实全面深化国有企业改革精神，杭州市国资委决定将其持有的华东医药集团100%国有股权和杭氧集团90%国有股权划转至公司持有。本次国有股权划转事项完成后，公司持有华东医药集团100%的股权，持有杭氧集团90%的股权。上述两家公司已于2019年1月9日完成本次国有股权划转的工商变更登记。本次股权划转基准日为2017年12月31日。基准日华东医药集团100%国有股权的净资产账面价值为1809055585.26元，杭氧集团90%国有股权的净资产账面价值为3551259081.47元。

产业投资基金、私募基金等形式开展投资业务。公司营业收入主要来自于子公司杭氧股份（杭氧集团持股 54.40%，未质押）；同时，公司通过子公司华东医药集团持有华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”，股票代码：000963.SZ）16.46%的股份（未质押），对利润形成有益补充。

杭氧股份是行业领先的空分设备开发、设计、制造成套企业，主要从事气体分离设备、工业气体产品和石化设备的生产及销售。技术能力方面，杭氧股份作为高新技术企业，拥有国家级企业技术中心，已具备制氧量在 8 至 12 万 m^3/h 的特大型空气分离设备的制造能力。2018 年，杭氧股份 10 万等级空分设备获得浙江省装备制造业重点领域国内首台（套）产品奖；经中国机械工业联合会和中国通用机械工业协会联合鉴定，杭氧股份“特大型空气分离设备关键技术开发及产业化项目”达到国际领先水平，并获 2018 年中国机械工业科学技术奖特等奖；杭氧股份制造的 10 万立方米大型空分装置被中国机械工业联合会选树为“改革开放 40 周年机械工业杰出产品”。2019 年，杭氧股份上榜国家级“制造业单项冠军示范企业”。

华东医药集团持有华东医药 16.46% 的股份，为华东医药的第二大股东。华东医药是集医药研发、制造和销售，药品分销及零售，医药现代物流，健康产业，医疗美容产品制造和销售为一体的大型综合性医药上市公司，具有较强的医药全产业链综合竞争优势。目前，华东医药已有 22 个核心上市产品及 16 个在研品种纳入 2019 版国家医保目录，10 个核心上市产品及 4 个在研品种纳入 2018 版国家基本药物目录。截至 2019 年底，华东医药资产总额为 214.64 亿元，所有者权益合计 128.67 亿元；2019 年，华东医药实现营业收入 354.46 亿元，利润总额 34.70 亿元。近年来，华东医药经营状况良好，收入和利润规模逐年增长，能够为公司贡献稳定的投资收益。

同时，公司投资设立杭州战略新兴产业投资有限公司，注册资本 20 亿元，作为公司对外投资和市场化运作的主平台，已投资和拟投资项目包括浙江省 5G 产业基金、城市大脑基金、国家集成电路产业基金二期、国家制造业转型升级基金等，有助于发挥国有资本的引领作用，推动杭州市产业集聚和转型升级。

3. 人员素质

公司高管人员综合素质较高，企业管理经验丰富；员工文化素质符合行业特点，公司目前的人员结构基本适应公司发展的需求。

截至2019年底，公司董事、监事、高级管理人员合计5人，公司高管人员具有丰富的从业经验和较高的专业素质。

公司董事长金旭虎先生，1963年出生，中国国籍，本科学历，曾任浙江海门制药厂技术员，浙江椒江制药厂技术员，浙江省临海市沙星化工厂技术员，浙江遂昌精细化工厂技术员，浙江华义医药化工有限公司总经理，华东医药集团党委书记、董事长、总经理，2018年12月起任公司党委书记、董事长。

公司总经理刘军先生，1968年出生，中国国籍，本科学历，曾任杭州市财政一分局办事员，杭州市财政局国资处科员、国资处主任科员、国资基础管理处主任科员，杭州市国资委财务审计处主任科员、财务审计处副处长、财务审计处处长、产权管理处处长、改革发展处处长，2019年2月起任公司党委副书记、副董事长及总经理。

截至2020年3月底，公司合并口径员工总数为4850人。从文化程度来看，初中及以下学历占21.48%，高中及中专学历占24.04%，大专学历占21.48%，本科及以上学历占32.99%；从岗位构成看，管理人员占27.46%，研发人员占16.06%，生产人员占53.05%，销售人员占3.42%。

4. 政府支持

公司作为杭州市重要的国有资本运营公

司，享受国家及地方政府政策导向和区位优势带来的发展机遇，在资产划拨等方面得到杭州市政府的大力支持。

根据杭州市国资委《关于划转杭氧集团等部分市属企业国有股权的通知》（杭国资改〔2018〕218号），为贯彻落实全面深化国有企业改革精神，杭州市国资委决定将其持有的华东医药集团100%国有股权和杭氧集团90%国有股权划转至公司。上述两家公司已于2019年1月9日完成相关国有股权划转的工商变更登记。

总体看，公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，得到的政府支持力度较大。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330100MA2CFRGP3C），截至2020年6月17日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

六、管理分析

1. 治理结构

公司成立时间较短，董事会、监事会和经营管理层处于组建阶段，治理结构有待完善。

公司经杭州市人民政府（以下简称“市政府”）批准设立，由市政府出资并授权杭州市国资委履行出资人职责。

根据公司章程规定，公司不设股东会，由杭州市国资委行使股东会职权。公司设立董事会，董事会按杭州市国资委授权行使股东会的部分职权。公司董事会由5名董事组成，包括执行董事2名和外部董事2名，由杭州市国资委委派；职工董事1名，由公司职工代表大会选举产生或更换。董事会设董事长1名，董事长由出资人从董事会成员中指定。董事每届任期3年，任期届满，经杭州市国资委批准可以连任，职工代表董事连选可以连任。董事会行使投融资和授权资产的管理及运作等重大事

项决策权。截至2019年底，公司实际到位董事人数为3名，空缺2名。

公司监事会由5人组成，其中非职工代表监事3名，由杭州市国资委委派；职工代表监事2名，由职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事会设主席1名、副主席1名，由杭州市国资委从监事会成员中指定。监事任期3年，任期届满，非职工代表监事经出资人或杭州市国资委同意可以连任，职工代表监事连选可以连任。截至2019年底，由杭州市国资委作为出资人委派监事1名，空缺4名。

公司设总经理1名、副总经理等其他高级管理人员若干名，任期3年，连聘可以连任。经出资人同意，董事会成员可兼任总经理。总经理对董事会负责，负责主持公司的经营管理工作，组织实施董事会决议。

2. 管理制度

公司建立的管理制度对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，但仍有待进一步完善。

截至2020年3月底，公司下设纪检室、组织人事部、办公室、投资运营部、财务管理部和风控法务部共6个部门，并制订了相应的内部控制制度。

投资管理方面，公司对本部和下属全资、控股子公司投资行为从立项、决策、实施到收回投资整个过程进行管理，包括项目收集、初步调查、投资立项、尽职调查、投前审核、投资决策、审核批准、投资实施、投后管理、项目审计、投资退出、违约处理等。公司董事会是公司对外投资最高决策机构；公司经理层下设投资决策会，由公司领导及部门负责人组成，投资决策会是公司对外投资辅助决策机构。

财务管理方面，公司通过控制和规范货币资金、筹资、预算、资产管理、对外投资等财务活动，确保公司生产经营规范、安全、高效、经济运行。

安全生产方面，为加强公司安全生产管理工作，有效落实风险管控体系，预防和减少生产安全事故的发生，保证公司正常安全生产经营，公司成立了安全生产管理委员会及工作小组。其中，安全生产管理委员会承担整个公司的安全生产管理领导责任，工作小组负责公司安全生产的日常综合管理及组织协调工作。

七、重大事项

1. 受让杭州热联集团股份有限公司部分股权

2020年6月2日，公司对外披露了《关于杭州热联集团股份有限公司股份转让事项的公告》。该公告表示，根据杭州市国资委于2020年3月26日出具的《关于无偿划转杭州热联集团股份有限公司国有股份的通知》（杭国资改〔2020〕28号）要求，将杭州汽轮动力集团有限公司持有的杭州热联集团股份有限公司（以下简称“热联集团”）25.50%股份无偿划转给公司持有，公司成为热联集团第二大股东。

热联集团是从事于国际、国内钢铁贸易行业的大型集团公司，成立于2001年，注册资本10.00亿元。截至2019年底，热联集团资产总额163.90亿元，所有者权益24.81亿元；2019年，热联集团实现营业收入785.81亿元，净利润3.83亿元。

2. 子公司股权出质

2020年5月25日，公司收到杭州市市场监督管理局出具的《股权出质设立登记通知书》。公司将持有的杭氧集团16200万股和华东医药集团6000万股股权质押给华润深国投信托有限公司，用于质押融资。本次质押融资是为了满足公司经营和发展的资金需求。华润深国投信托有限公司发行设立华润信托—杭州资本单一资金信托，以该信托资金受让公司持有的上述股权收益权，融资期蛮厚，有公司以约定价格回购该股权收益权。回购

价款=回购本金+回购溢价，年化回购溢价率为5.50%，回购本金于回购日一次性支付，回购溢价按季度支付。

上述股权收益权转让价款不超过35亿元，可分期转让。首个股权收益权转让日为2020年5月28日。股权回购日为转让日之日起满18个月的当日或双方同意的提前回购当日且不超过2021年8月31日。

八、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司制氧机业务经营稳健，商贸及其他综合服务业务不断扩张，带动主营业务收入快速增长。但受低毛利率的贸易业务占比上升影响，公司主营业务毛利率有所下滑。

公司提供的备考合并财务报表假设杭州市国资委对杭氧集团和华东医药集团股权划转事项已于本备考合并财务报表最早期初（2016年1月1日）实施完成，即上述股权划转事项完成后的架构在2016年1月1日已经存在。

公司作为控股平台，自身业务很少，具体业务主要通过子公司杭氧集团和杭州国裕国际贸易有限公司（以下简称“国裕贸易”，持股比例51%）运营。其中，制氧机业务收入来自杭氧集团，具体包含空气分离设备、气体销售、工程总包和其他制氧机业务，其中空气分离设备和工业气体销售的收入占比在90%以上；商贸及其他综合服务业务收入主要来自国裕贸易和零星小额收入。2017—2019年，公司主营业务收入分别为60.75亿元、79.87亿元和120.37亿元，年均复合增长40.76%，主要系商贸及其他综合服务业务增长所致。

从收入结构上看，2017—2019年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超过93%，公司主业突出。具体来看，制氧机业务是公司最主要的收入来源，随着空分设备和工业气体订单量的增长，该板块营业收入逐年增长，分别为60.73亿元、76.84亿元和79.90

亿元。2017 年，公司新增商贸及其他综合服务业务，2017—2019 年分别实现营业收入 0.01 亿元、3.03 亿元和 40.47 亿元，其中 2019 年同比大幅增长主要系贸易规模扩张以及仅有的杭氧和院住宅项目销售结转所致，该项目结束后，公司将不再从事新的房地产开发项目。

从毛利率看，2017—2019 年，制氧机业务毛利率保持基本稳定，分别为 22.30%、23.50%

和 21.64%。公司商贸及其他综合服务业务毛利率分别为 10.28%、3.42%和 11.05%，毛利率波动较大，2019 年毛利率上升主要系将房地产业务纳入该业务板块核算所致。2017—2019 年，公司主营业务毛利率分别为 22.30%、22.74%和 18.08%。

2020 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 32.30 亿元，主营业务毛利率为 11.63%。

表 2 2017—2020 年一季度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
制氧机业务	60.73	99.98	22.30	76.84	96.20	23.50	79.90	66.38	21.64	18.68	57.83	20.02
商贸及其他综合服务业务	0.01	0.02	10.28	3.03	3.80	3.42	40.47	33.62	11.05	13.62	42.17	0.12
合计	60.75	100.00	22.30	79.87	100.00	22.74	120.37	100.00	18.08	32.30	100.00	11.63

注：主营业务收入与公司营业收入的差额为少量其他业务
资料来源：公司提供

2. 制氧机业务

近年来，随着冶金、化工等下游行业回暖，杭氧股份空分设备销量和新增订单金额逐年增长，为未来收入实现提供了支撑。考虑到杭氧股份下游客户集中度较高，下游行业景气度若有波动可能会影响公司获取订单的速度和回款执行情况。

杭氧股份的前身是浙江铁工厂，成立于 1950 年，是全球领先、国内最大的气体分离设备设计、制造成套企业，拥有国家级企业技术中心，是中国重大技术装备国产化基地。杭氧股份设备类业务的主要经营模式为根据用户的需求进行针对性设计及制造，并将产品交付给用户；同时，根据用户需要，杭氧股份可以提供工程设计和工程总承包服务。截至 2019 年底，杭氧股份总资产 120.49 亿元，所有者权益合计 62.08 亿元（含少数股东权益 4.28 亿元）；2019 年，杭氧股份营业收入 81.87 亿元，利润总额 8.54 亿元。

（1）空气分离设备

2017—2019 年，杭氧股份空分设备收入逐年增长，分别为 18.62 亿元、28.40 亿元和 30.32

亿元；毛利率分别为 25.99%、24.85%和 22.38%。

采购

杭氧股份生产成本主要包括外购配套件、原材料、人工费用、水电费，其中外购配套件和原材料占营业成本的比重分别约为 60%和 20%。外购配套件一般为非标产品，主要包括大型离心式空气压缩机、空气冷却塔、分子筛吸附器、液体泵、自动控制阀门、填料、自动控制系统等，其中大型离心式空气压缩机及液体泵等配套件主要从国外采购，供应商均为长期合作伙伴，供应较稳定，预付款比例为 20%，发货后支付剩余 80%。杭氧股份其他外购配套件多在国内采购，预付 30%，发货前支付 30%，发货后支付 30%，质保金 10%。杭氧股份采购账期按照交货期及质保期长度计算，一般为 12~24 个月。

从采购集中度来看，2017—2019 年，杭氧股份空分设备前五大供应商采购总额分别为 5.57 亿元、6.28 亿元和 11.23 亿元，前五大供应商采购金额占总采购额的比例分别为 10.70%、10.36%和 18.28%，采购集中度较低。

生产

杭氧股份空分设备产品为非标准化产品，

采用“以销定产”的生产模式，即需根据客户的需求进行产品设计，采用订单式生产、项目化管理模式。在销售部签订好合同之后，建立项目化管理团队。项目化管理采用弱矩阵模式进行，具体管理职能由各部门进行。

产品质量控制方面，杭氧股份建立了较为完善的质量体系，在 ISO9000 质量管理体系的基础上，通过了 ISO9001:2000 质量管理体系认证。杭氧股份于 2003 年按照美国机械工程师协会（ASME）锅炉和压力容器标准建立了压力容器（管道）的质量体系，通过了美国机械工程师协会压力容器及管道制造的质量认证。公司对产品开发设计、供应、制造过程与产品交付的全过程实行严格的质量控制。在产品制造过程中产品质量的主要指标为成品抽查合格率、成品优等品率和设备安装完成后开车一次成功率，杭氧股份以上三项指标均为 100%，处于行业领先水平。

杭氧股份主要空分设备产品有外压缩和内压缩流程的各种规格的空分设备、液体设备、液化设备、纯氮设备和乙烯冷箱，是国内规模领先的空分设备和石化设备开发、设计、制造成套企业。杭氧股份已为中国冶金、化肥、石化、煤化工、航天航空等行业提供成套空分设备 4000 多套，已具备 12 万 m³/h 等级空分设备的生产能力，产能规模全国领先。

销售

杭氧股份成套空分设备的销售模式为直销，销售中心负责空分设备销售、项目执行和售后服务工作，产品广泛应用于冶金、石油化工、煤化工等领域。

从订单情况来看，近年来，杭氧股份成功签订湖北宜化集团有限责任公司 6 万 m³/h 空分设备、河北纵横钢铁集团丰南钢铁有限公司 4 套 5 万 m³/h 空分设备、新疆天业（集团）有限公司 2 套 9 万 m³/h 空分设备、神华榆林能源有限公司 3 套 10 万 m³/h 空分设备、宁夏宝丰能源集团股份有限公司 2 套 10.50 万 m³/h 空分设备、安徽昊源化工集团有限公司 9.06 万

m³/h 空分设备、浙江石油化工有限公司 4 套 10.50 万 m³/h 空分设备等订单。2017—2019 年，杭氧股份空分设备新增订单量分别为 31 套、27 套和 30 套，新增订单金额分别为 38.17 亿元、45.47 亿元和 43.05 亿元，新增订单制氧量分别为 174.20 万 m³/h、133.60 万 m³/h 和 143.80 万 m³/h。

表 3 近年来空分设备新增订单情况
(单位：套、亿元、万 m³/h)

时间	新增订单数量	新增订单金额	新增订单制氧量
2017 年	31	38.17	174.20
2018 年	27	45.47	133.60
2019 年	30	43.05	143.80
2020 年 1—3 月	10	15.33	45.40

资料来源：公司提供

从结算方式上看，杭氧股份与客户主要采取现汇、承兑汇票的方式进行结算，根据合同签订的具体要求制定节点计划明细表，参照空分设备的执行进度进行资金回收，主要分预付款、进度款、出氧款、性能考核验收款、质保金等，其中预付款为合同总价的 30%，进度款、出氧款和性能考核验收款合计占合同总价的 60%~65%，质保金占合同总价的 5%~10%。

从销售集中度来看，2017—2019 年，杭氧股份空分设备前五大客户销售总额分别为 8.90 亿元、16.13 亿元和 19.45 亿元，前五大客户销售金额占空分设备总销售额的比例分别为 47.79%、56.80%和 64.16%，销售集中度高。

表 4 2019 年杭氧股份空分设备前五大客户
(单位：亿元、%)

客户名称	金额	占比	是否关联方
新疆天业汇合新材料有限公司	6.97	22.97	否
广西盛隆冶金有限公司	3.72	12.28	否
神华榆林能源化工有限公司	3.15	10.39	否
宁夏宝丰能源集团股份有限公司	2.95	9.73	否
河南心连心深冷能源股份有限公司	2.66	8.79	否
合计	19.45	64.16	--

资料来源：公司提供

(2) 工业气体

近年来,杭氧股份在设备制造业务的基础上向服务型制造业转型,将业务延伸到工业气体领域并逐步发展壮大。杭氧股份生产的气体产品主要有:氧、氮、氩、氦、氖、氪、氙、高纯氧、高纯氮、二氧化碳、混合气体等,广泛应用于冶金、光伏、化工、煤化工、医疗、电子等各个领域。2017—2019年,随着下游行业景气度提升,杭氧股份工业气体销售收入逐年增长,分别为39.12亿元、44.64亿元和46.64亿元;毛利率保持相对稳定,分别为20.66%、23.50%和21.30%。

从经营模式来看,杭氧股份气体经营模式主要有现场供气、液体零售等。其中,现场供气主要是以子公司为经营主体,通过为客户厂区建设空分设备或收购客户原有空分设备进行技术改造,然后向客户提供气体产品,杭氧股份与客户签订15~20年的长期供气协议,客户向杭氧股份供应水、电、蒸汽,杭氧股份向客户提供氧气、氮气、氩气等气体产品;液化零售业务是将现有客户厂区销售剩余的气体进行液化压缩储备,在零售市场进行销售。气体公司的主要成本是水、电、蒸汽,约占生产成本的75%以上,其余大部分为管理费、财务费、折旧等。

从结算方式上看,杭氧股份与供气客户之间每月按照使用量进行结算,次月支付气费,结算价格参照市场价格协商确定。此外,杭氧

股份与客户就气体使用量签订保底协议,若无法完成协议气体量,客户将按照保底协议中约定最低气体使用量进行支付。现场供气设施前期投资规模较大,平均回收周期在7~8年,回收期较长,对营运资金形成一定占用;气体价格由市场供求关系决定,价格波动对杭氧股份盈利能力影响较大。

近年来,随着工业气体子公司投产数量的增长,杭氧股份工业气体总产能、供气量和收入规模均逐年增长。截至2020年3月底,杭氧股份已投产工业气体子公司24个,总投资额66.99亿元。

表5 近年来工业气体业务运营情况
(单位:个、万 m³、亿元)

时间	已投产工业气体子公司数量	总供气量	工业气体收入
2017年	21	1041920	39.12
2018年	24	1146194	44.64
2019年	24	1287910	46.64
2020年1—3月	24	346485	11.30

资料来源:公司提供

截至2020年3月底,杭氧股份已投产工业气体子公司的下游客户主要为钢铁企业和化工企业,具体情况如下表所示。

总体看,随着下游行业景气度提升,杭氧股份工业气体销售业务收入逐年增长,毛利率逐年上升。

表6 截至2020年3月底已投产工业气体子公司运营情况(单位:万元、m³/h、万 m³)

企业名称	总投资	区域	供气对象	设计产能	供气量			
					2017年	2018年	2019年	2020年1—3月
河南杭氧气体有限公司	41000.00	河南信阳	信阳钢铁	80000.00	46954.00	93052.00	97630.00	22528.00
济源杭氧国泰气体有限公司	25500.00	河南济源	济源钢铁	54200.00	74846.00	79596.00	83685.00	17908.00
吉林杭氧气体有限公司	34500.00	吉林	吉林建龙钢铁	50000.00	73571.00	89054.00	97934.00	24018.00
承德杭氧气体有限公司	21000.00	河北承德	承德建龙钢铁	27000.00	31837.00	31206.00	45973.00	11785.00
蚌埠杭氧气体有限公司	5500.00	安徽蚌埠	华光光电	7000.00	7356.00	0	0	0
湖北杭氧气体有限公司	4000.00	湖北孝感	零售	3000.00	6.14万吨	9.51万吨	10.88万吨	1.36万吨

企业名称	总投资	区域	供气对象	设计产能	供气量			
衢州杭氧气体有限公司	69000.00	浙江衢州	浙江元立	80000.00	104662.00	126321.00	129292.00	27348.00
杭州建德杭氧气体有限公司	1400.00	浙江杭州	零售	700.00	31.00	10.42 万吨及 4 万 m ³	2.78 万吨及 4.85 万 m ³	0.49 万吨及 1.00 万 m ³
九江杭氧气体有限公司	1000.00	江西九江	零售	180.00	31.00	6.85 万吨	7.61 万吨	1.35 万吨
江西杭氧萍钢气体有限公司	52800.00	江西九江	萍钢钢铁	78600.00	105629.00	108477.00	117589.00	31991.00
杭州萧山杭氧气体有限公司	6740.00	萧山	浙江恒逸	3000.00	2521.00	2871.00	3953.00	1135.00
杭州富阳杭氧气体有限公司	28000	浙江杭州	和鼎铜业	43100	17635.00	28240.00	29399.00	6255.00
广西杭氧气体有限公司	101200.00	防城港	盛隆冶金	239500.00	158679.00	167069.00	200440.00	78871.00
山东杭氧气体有限公司	95000.00	山东滕州	兖矿国泰/鲁 南化肥	166500.00	183343.00	172897.00	167162.00	41526.00
吉林市经开杭氧气体有限公司	14100.00	吉林	吉林众鑫化 工	12000.00	7330.00	8750.00	8748.00	1899.00
济源杭氧万洋气体有限公司	11000.00	河南济源	万洋冶炼	15000.00	17588.00	17498.00	17707.00	6702.00
南京杭氧气体有限公司	24250.00	江苏南京	南京钢铁联 合	30000.00	62273.00	60923.00	63598.00	15429.00
山西杭氧立恒气体有限公司	72300.00	山西临汾	山西立恒	147000.00	110867.00	127738.00	151914.00	38643.00
苏州杭氧气体有限公司	1000.00	苏州	江苏华昌	0	5.49 万吨	4.89 万吨	9.83 万吨	2.04 万吨
吉林市杭氧博大气体有限公司	3600.00	吉林	吉林博大生 化	10 万吨/年	0	0	0	0
驻马店杭氧气体有限公司	31000.00	河南驻马店	河南骏化	40000.00	0	32498.00	72886.00	20446.00
漯河杭氧气体有限公司	1000.00	河南漯河	河南金大地	0	0	0	0	0
江苏杭氧润华气体有限公司	24000.00	江苏南通	零售	10000.00	1.23 万吨	14.48 万吨	16.66 万吨	3.52 万吨
衢州杭氧特种气体有限公司	1000.00	浙江衢州	零售	氙气 200m ³ /年, 氦气 3600m ³ /年	9.84 万吨	氙气 251.87m ³ 氦 气 2046.43m ³	氙气 175.48m ³ 氦 气 2584.43m ³	氙气 1.16m ³ 氦 气 460.15m ³
合计	669890.00	--	--	--	1041920.00 万 m ³ 及 22.7 万吨	1146194.00 万 m ³ 及 46.15 万 吨及氙气 251.87m ³ 氦 气 2046.43m ³	1287910.00 万 m ³ 及 47.76 万 吨及氙气 175.48m ³ 氦 气 2584.43m ³	346484.00 万 m ³ 及 8.76 万吨及氙 气 1.16m ³ 氦 气 460.15m ³

注：1. 蚌埠杭氧气体有限公司供气对象华光光电于 2017 年 11 月停产，2018 年该气体子公司未提供供气服务，公司预计将把该气体子公司相关资产全部转让给华光光电，截至 2019 年底上述事项处于协商过程中；2. 苏州杭氧气体有限公司主要提供空分综合服务管理，帮助客户管理维护设备的正常运行，将多余的气体进行液化零售，并收取部分费用；3. 吉林市杭氧博大气体有限公司所属项目于 2013 年建成，其后项目进行了试生产。因项目用地系租赁且无法完成土地使用权转让，同时根据吉林市有关部门的最新政策要求，吉林市杭氧博大气体有限公司无法获得安全生产许可证，无法顺利投产。经协商，2018 年公司将吉林市杭氧博大气体有限公司资产转让给原供气对象吉林博大生化，截至 2019 年底转让尚未完成；4. 漯河杭氧气体有限公司主要提供空分综合服务管理

资料来源：公司提供

3. 商贸及其他综合服务业务

公司本部及子公司国裕贸易自 2018 年起正式开展商贸业务，主要涉及产品种类为钢、橡胶等基础设施相关商品。近年来，公司合并口径内商品及其他综合服务业务收入增长较快，2017—2019 年分别为 133.91 万元、3.03 亿元和 40.47 亿元，其中 2019 年收入大幅增长主要系贸易业务规模快速扩张以及新增房地产项目销售收入所致；同期，毛利率波动明显，

2017—2019 年分别为 10.28%、3.42%和 11.05%。

结算方式方面，公司上游采购主要采用电汇、托收、信用证等，视供应商和商品种类的不同而采用不同的结算方式；下游结算方式包括电汇、托收、信用证等，以款到发货为主，对个别客户会有一定的账期。

2019 年，公司新增房地产业务收入 10.99 亿元，全部来自杭氧和院住宅项目销售，且在该项目结束后，公司将不会从事新的房地产开

发项目。杭氧和院住宅项目总投资额 9.98 亿元，项目建筑面积 25 万平方米，总可售面积 19.99 万平方米，累计销售面积 19.78 万平方米，累计回款金额 11.77 亿元。目前，该项目仅有车位尚未出售。

4. 投资运营业务

由于成立时间较晚，公司投资运营业务板块处于起步阶段，尚未实现收益，且整体投资规模大，回收期长，基金能否取得预期收益存在一定不确定性。

公司投资运营业务经营主体包括公司本部，子公司杭州战略新兴产业投资有限公司（以下简称“战略新兴投资公司”，注册资本 20.00 亿元）和杭州旅游集团有限公司，投资方向主要涉及数字经济、高端装备制造、生物

医药、旅游文化以及其他公司重点关注的产业领域。作为杭州市重要的国有资本投资运营公司，定位于围绕杭州市重大战略部署，积极开展国有资本投融资业务，进一步深化国资国企改革，优化国有资本资源配置和全市产业布局。

公司投资运营业务的经营模式主要包括战略性投资业务（即政府类项目）及市场化投资业务（即自营项目），其中战略性投资是指公司为落实市委、市政府战略意图，对战略新兴产业等重点领域开展的投资；市场化投资是指公司以市场化为导向，以盈利和保值增值为最终目的，除战略性投资以外的投资。盈利方式主要包括作为股东参与分红、获得基金分配的投资收益等。退出方式包括长期持有、基金清算退出等。

表 7 截至 2020 年 6 月底公司对外投资情况（单位：万元）

项目名称	项目简介	公司认缴规模	累计投资规模	2020 年 7-12 月计划投资
云栖城市大脑科技（杭州）有限公司	持股 35%。打造以数据为基础、以技术为核心、数据互联互通、城建资源高效利用的数字经济资源平台	3500.00	1750.00	0
国家集成电路产业基金二期	落实浙江省参与集成电路产业基金二期出资任务，助推杭州市集成电路产业转型升级	300000.00	30075.00	30000.00
国家制造业转型升级基金	落实浙江省参与国家制造业转型升级基金出资任务，助推杭州市制造业转型升级发展	40000.00	4000.00	2000.00
投资项目一	--	44590.00	0	22295.00
浙江省 5G 产业基金	通过成立产业基金，主要投资浙江省及全国 5G 产业具备技术和市场优势的细分行业龙头企业	15000.00	6000.00	4500.00
投资项目二	--	214913.00	7295.00	37000.00
杭州城市大脑产业基金	基金投资领域为城市大脑产业生态相关项目，主力赋能城市大脑生态构建，生态融合及落地	40000.00	0	0
基金投资平台	主要投向数字经济、高端装备制造、生物医药、旅游文化以及其他公司重点关注的产业领域	100000.00	0	10000.00
衢州鹿鸣半岛项目	衢州鹿鸣半岛项目是位于衢州市西区核心圈层鹿鸣半岛内的酒店集群和生态社区项目，占地面积约 257 亩，其中酒店用地 159 亩，住宅用地 98 亩，总建筑面积 174906 平方米	768.00	768.00	0
迈氏会展项目	与杭州市运河集团、迈氏会展服务（上海）有限公司共同组建成立杭州运河迈氏会展有限公司，面向全浙江省范围内开展会议和活动管理、会议中心规划运营销售、国际机构管理、IP 活动创建经营、目的地整合营销、商务培训等业务	110.00	0	110.00
杭州大会展项目	杭州会展新城是杭州市委市政府推进城市东整和拥江发展战略、建设杭州都市区和城市重要窗口的重大工程。杭州大会展中心项目主要包含会展基本设施（场馆）、会展综合配套设施（会议、酒店、办公、商业等）、周边基础设施等。	48990.00	0	24495.00
电力设备制造项目	设备制造公司拥有良好的生产环境，先进的生产、工装和检测设。主要生产 10kV 中压环网柜、中置式开关柜、箱式变电站、低压开关柜和箱类等八大类 40 余种产品。	180000.00	0	180000.00
运河物业项目	拟参与组建杭州运河辰景物业管理服务有限公司（以工商核定为准），注册资本金 1000 万，以助力杭州市政府直属全资国有企业运河集团市场化转型。	210.00	0	210.00
水环境项目	项目致力于打造水环境综合治理体系，主要包括水环境和流域综合治理、智慧服务及景观文化及长效管理，全面提升水环境治理水平及理念。	2000.00	0	1000.00

合计	--	990081.00	49888.00	311610.00
----	----	-----------	----------	-----------

资料来源：公司提供

截至 2020 年 6 月底，作为公司对外投资和市场化运作的主平台，战略新兴投资公司已投和拟投资项目包括浙江省 5G 产业基金、城市大脑基金、国家集成电路产业基金二期、国家制造业转型升级基金、华锐航空项目和中电积海集成电路项目。此外，公司本部也对杭州城市大脑有限公司开展直接股权投资。截至 2020 年 6 月底，针对上述项目，公司已投资金额 4.99 亿元，2020 年下半年拟投资 31.16 亿元，投资规模较大。

退出安排方面，杭州资本对杭州城市大脑有限公司的股权投资为长期持有；国家集成电路产业基金二期、国家制造业转型升级基金待国家大基金清算后退出；浙江省 5G 产业基金、杭州城市大脑产业基金退出方式为存续期到期后清算退出；华瑞航空项目拟长期持有。由于公司成立时间较短，投资项目均尚未到退出阶段。

5. 经营效率

2017—2019 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均保持逐年提升，加权平均值分别为 3.76 次、4.24 次和 0.58 次，2019 年分别为 4.82 次、4.93 次和 0.66 次。总体看，公司经营效率良好。

6. 在建及拟建项目

公司在建及拟建项目规模不大，考虑到投资运营业务未来计划投资规模大，公司存在较大对外筹资需求。

截至 2020 年 3 月底，公司主要在建及拟建项目均为子公司杭氧股份空分项目，计划总投资 11.30 亿元，已投资 6.03 亿元，尚需投资 5.27 亿元，公司在建及拟建项目后续投资资金压力不大。但考虑到公司投资运营业务后续仍面临较大规模资本支出，公司存在较大对外筹资需求。

表 8 截至 2020 年 3 月底杭氧股份在建及拟建项目情况（单位：亿元）

运营主体	项目简介	总投资	已投资额	2020 年 4—12 月计划投资	2021 年计划投资	资金来源
内蒙古杭氧宏裕气体有限公司	36000Nm ³ /h 空分项目	1.70	1.07	--	--	--
江西杭氧气体有限公司	2×80000Nm ³ /h 空分供气项目	7.45	4.96	--	--	自有资金、银行贷款
青岛杭氧电子气体有限公司	电子气项目	2.15	--	1.21	--	--
合计	--	11.30	6.03	1.21	--	--

资料来源：公司提供

7. 未来发展

公司作为杭州市属国有资本投资运营公司，功能定位于辅助杭州市国资委履行出资人职责并开展国有资本运作，实施国有资本战略调整，改善国有资本配置效率和运营质量。

未来，公司计划围绕杭州市重大战略部署，积极开展国有资本投融资业务，进一步深化国资国企改革，优化国有资本资源配置和全市产业布局；按照市场规律开展资本运作，以提升

资本运营能力为重点，加快资本运营体制机制创新；努力打造市场化、规范化、专业化、国际化、资本化具有国际一流水准的国有资本投资机构；实现国有资本保值增值和价值最大化，服务杭州市经济社会发展。

总体看，公司未来发展战略清晰，符合公司职能定位。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2018 年度备考合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，备考合并财务报表在所有重大方面按照备考合并财务报表所述的编制基础编制²；公司提供的 2019 年度合并财务报告经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计。

由于使用备考合并财务报表，2017—2018 年，公司合并范围无变化，会计政策连续；2019 年，公司合并范围内一级子公司共 5 家，较上年新增增加 3 家，为杭州战略新兴产业投资有限公司、杭州国裕国际贸易有限公司和杭州旅游集团有限公司；2020 年一季度，公司合并范围内子公司较 2019 年因新增增加 5 家。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 6 家，非一级子公司 61 家。整体看，公司合并范围调整主要产生于新增子公司，对财务数据可比性影响不大。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 199.15 亿元，所有者权益合计 123.93 亿元（其中少数股东权益 36.52 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 122.41 亿元，利润总额 18.87 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 223.86 亿元，所有者权益合计 128.71 亿元（其中少数股东权益 37.94 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 32.30 亿元，利润总额 4.61 亿元。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模逐年增长，资产结构较均衡；公司货币资金较为充裕，受限资产规模较小，应收账款和存货对营运资金存在一

定占用；公司加强股权投资力度，长期股权投资增长迅速；整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 16.89%。截至 2019 年底，公司资产总额为 199.15 亿元，较上年底增长 16.07%；其中，流动资产占 47.04%，非流动资产占 52.93%，资产构成较均衡。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 9.36%，主要系货币资金和存货增长所致。截至 2019 年底，公司流动资产为 93.68 亿元，较上年底增长 8.27%，主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 39.66%，主要系收入增长、融资规模扩张、经营活动预收款项增加以及利润积累所致。截至 2019 年底，公司货币资金为 30.97 亿元，较上年底增长 24.56%，包括银行存款 21.83 亿元、其他货币资金 9.13 亿元及少量库存现金；受限资金 1.02 亿元，主要为银行承兑汇票、履约及买方信贷保证金，受限比例较低。

2017—2019 年，公司应收票据波动下降，分别为 11.58 亿元、11.90 亿元和 5.21 亿元。截至 2019 年底，公司应收票据较上年底下降 56.26%，主要系对下游票据结算减少，以及会计准则调整，部分转入应收款项融资计量所致（2019 年底为 2.89 亿元）；全部为银行承兑汇票。

2017—2019 年，公司应收账款变动不大。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值为 16.96 亿元，较上年底增长 1.72%；其中，按信用风险特征组合计提坏账准备的占账面余额的 99.82%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄 1 年以内的应收账款余额占 53.04%，1~2 年的占 17.07%，2~3 年的占 8.16%，3~5 年的占 11.62%，5 年以上的占 10.11%，账龄较长；累计计提坏账准备 4.54 亿元，计提比例为 21.12%，考虑到公司应收账款账龄偏长，坏账计提比例较为合理；前五大

²关于公司备考合并财务报表的编制基础详见天健审（2020）12 号审计报告。

客户应收账款占余额的 29.95%，集中度一般。

表 9 截至 2019 年底应收账款余额前五名情况
(单位: 亿元、%)

债务人名称	账面余额	占比	坏账准备
国家能源投资集团有限责任公司	2.51	11.66	0.45
天津建龙钢铁实业有限公司	1.49	6.94	0.44
河北纵横集团丰南钢铁有限公司	0.95	4.44	0.07
山东润银生物化工股份有限公司	0.80	3.7	0.39
中国石油化工股份有限公司	0.69	3.2	0.03
合计	6.44	29.95	1.38

资料来源: 公司提供

公司预付款项主要为杭氧股份空分设备、工业气体板块预付原材料及设备采购款和国裕贸易货物采购款。2017—2019 年, 公司预付款项逐年增长, 年均复合增长 50.84%。截至 2019 年底, 公司预付款项为 12.61 亿元, 较上年底增长 67.65%, 主要系商贸及其他综合服务业务规模大幅增长, 其中中部分采购款采用预付形式所致; 预付款账龄以一年以内(含一年)为主, 占 97.57%; 预付前五大供应商款项共计 4.70 亿元, 占预付款项的比重为 37.28%, 集中度较高。

2017—2019 年, 公司存货账面价值逐年增长, 年均复合增长 10.73%, 主要系随着空分设备订单量的增长, 在产品 and 库存商品增加以及商贸板块物资采购增加所致。截至 2019 年底, 公司存货账面价值为 20.76 亿元, 较上年底增长 4.91%; 存货账面余额主要由原材料(占 9.97%)、在产品(占 18.33%)和库存商品(占 71.69%)构成; 公司共计提 1.26 亿元的存货跌价准备, 计提比例为 4.68%。

(2) 非流动资产

2017—2019 年, 公司非流动资产持续增长, 年均复合增长 25.07%。截至 2019 年底, 公司非流动资产合计 105.47 亿元, 较上年底增长 24.01%, 主要系长期股权投资增加所致; 公司非流动资产主要由长期股权投资(占 43.46%)和固定资产(占 40.09%)构成。

2017—2019 年, 公司长期股权投资快速增

长, 分别为 14.51 亿元、34.91 亿元和 45.84 亿元, 主要为对联营企业投资, 采用权益法核算。截至 2018 年底, 公司长期股权投资较上年底大幅增长 140.62%, 主要为对华东医药的投资 16.36 亿元和对杭州联合农村商业银行股份有限公司(以下简称“杭州联合农商行”, 持股比例 8.91%)的投资 17.86 亿元。截至 2019 年底, 公司长期股权投资较上年底增长 31.29%, 主要为新增对浙江富浙集成电路产业发展有限公司、杭州国煜企业管理有限公司、杭州城市大脑的投资, 以及权益法下确认对华东医药股份、杭州联合银行、青春宝集团等单位的投资损益合计 6.94 亿元。

表 10 截至 2019 年底公司长期股权投资情况
(单位: 万元、%)

被投资单位全称	投资单位	投资比例	账面价值
杭州联合农村商业银行股份有限公司	杭氧控股	9.99	213749.36
华东医药股份有限公司	华东医药集团	16.46	202600.88
杭州杭氧空分备件有限公司	杭氧股份	34.00	1071.37
杭州杭氧换热设备有限公司	杭氧股份	8.70	2018.81
杭州杭氧压缩机有限公司	杭氧股份	41.91	2025.43
杭州杭氧储运有限公司	杭氧股份	29.72	1056.70
中国(杭州)青春宝集团有限公司	杭州资本	34.00	15356.00
杭州城市大脑有限公司	杭州资本	35.00	1411.62
浙江富浙集成电路产业发展有限公司	杭州资本	20.00	15077.48
杭州国煜企业管理有限公司	杭州资本	16.00	2000.94
合计	--	--	456368.59

资料来源: 公司提供

2017—2019 年, 公司投资性房地产账面价值分别为 4.82 亿元、4.51 亿元和 4.33 亿元, 采用成本法计量, 变动不大。截至 2019 年底, 公司投资性房地产由房屋及建筑物 4.11 亿元和土地使用权 0.22 亿元构成。

2017—2019 年, 公司固定资产账面价值波动增长, 年均复合变动率为 4.53%。截至 2019 年底, 公司固定资产账面价值为 42.29 亿元, 较上年底增长 11.03%; 公司固定资产账面原值

主要由房屋及建筑物（占 23.81%）和机器设备（占 73.79%）构成；累计计提折旧 34.58 亿元，固定资产成新率 55.05%，成新率较低；累计计提减值准备 0.07 亿元；受限固定资产 0.85 亿元，受限比例 2.00%，受限比例较低。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 223.86 亿元，较上年底增长 12.41%，主要源于流动资产中货币资金、其他应收款和存货的增加，其中其他应收款较 2019 年底增加 7.85 亿元，增长至 9.29 亿元，主要为国裕贸易增加与热联集团的应收往来款 6.03 亿元，同时缴存在期货公司的保证金增加所致；流动资产和非流动资产占比分别为 52.01% 和 47.99%，流动资产占比有所提升。

截至 2020 年 6 月底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 16.94 亿元，以货币资金为主，受限规模较上年底有所提升。

表 11 截至 2020 年 6 月底公司受限资产情况
(单位：亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	16.09	承兑汇票、履约及买方信贷保证金、单位住房维修基金、信用证保证金、结构性存款、信托等
固定资产	0.85	抵押担保
合计	16.94	--

资料来源：公司提供

3. 负债和所有者权益

(1) 负债

近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；2019 年以来公司以短期债务为主的债务规模快速增长，债务负担有所加重，但仍处于适宜水平。

2017—2019 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 8.95%，主要系流动负债增加所致。截至 2019 年底，公司负债总额为 75.22 亿元，较上年底增长 5.45%，其中，流动负债占 80.24%，非流动负债占 19.76%，以流动负债为主。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，

年均复合增长 15.48%。截至 2019 年底，公司流动负债为 60.35 亿元，较上年底增长 20.10%，主要由短期借款（占 14.08%）、应付账款（占 19.59%）、预收款项（占 38.63%）和一年内到期的非流动负债（占 11.78%）构成。

2017—2019 年，公司短期借款波动较大，分别为 3.11 亿元、0.00 亿元和 8.50 亿元，其中 2019 年短期借款大幅增长主要系为满足商贸与其他综合服务业务的短期流动性需求所致。

2017—2019 年，公司应付账款略有波动，截至 2019 年底为 11.83 亿元，主要为杭氧股份需支付给配套供应商的货款、国裕贸易对上游供应商的应付采购款和应付建设单位工程款。2017—2019 年，公司应付票据规模不大，截至 2019 年底为 4.18 亿元，包括信用证 1.77 亿元和商业承兑汇票 2.41 亿元。

2017—2019 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长率为 14.44%，其中 2018 年底较上年底增长较快主要系下游钢铁、化工等行业回暖，空分设备订单量增长，预收 30% 预收款的结算方式使得预收货款增加所致。截至 2019 年底，公司预收款项为 23.31 亿元，较上年底下降 2.60%；前五大客户预收款余额合计 9.43 亿元，占比为 40.46%，集中度较高，包括浙江石油化工有限公司、内蒙古京能锡林煤化有限责任公司等。

2017—2019 年，公司其他应付款波动较大，分别为 1.59 亿元、9.30 亿元和 1.65 亿元。其中，2018 年底公司其他应付款较上年底大幅增加 7.71 亿元，主要系应付股权转让款增加所致。

2017—2019 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 9.40%。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 14.86 亿元，较上年底下降 29.48%，主要由长期借款（占 38.20%）、应付债券（占 34.40%）和递延收益（占 23.96%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长率为 21.75%，主要系融资需求变

动所致。截至 2019 年底，公司长期借款为 5.68 亿元，较上年底下降 19.01%，包括保证借款 1.00 亿元、信用借款 4.67 亿元和少量长期借款利息。公司长期借款主要为用于空分设备项目建设的固定资产贷款。

2017—2019 年，公司应付债券分别为 10.00 亿元、10.00 亿元和 5.11 亿元，全部为杭氧股份所发行债券，其中 2019 年底应付债券规模下降系“15 杭氧 MTN001”将于 2020 年 7 月到期，转入一年内到期的非流动负债所致。

表12 截至2019年底公司存续期债券明细
(单位：亿元)

债券简称	到期日	债券余额
15 杭氧 MTN001	2020/7/29	5.00
16 杭氧 PPN001	2021/4/22	1.00
16 杭氧 PPN002	2021/4/22	1.00
16 杭氧 PPN003	2021/4/22	1.00
16 杭氧 PPN004	2021/9/8	2.00
合计	--	10.00

资料来源：Wind

2017—2019 年，公司递延收益略有波动，主要由政府补助和搬迁补偿款组成。截至 2019 年底，公司递延收益为 3.56 亿元，较上年底下降 4.60%，包括搬迁补偿款 2.52 亿元和政府补助 1.05 亿元。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长率为 11.33%。截至 2019 年底，公司全部债务为 30.58 亿元，较上年底增长 52.80%，主要源于以短期借款和一年内到期的非流动负债为主的短期债务的增长；债务构成上，短期债务占比由上年底的 15.00% 上升至 64.72%，债务结构变动较大。从债务指标看，2017—2019 年，公司资产负债率呈逐年下降趋势，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率呈波动下降趋势，三项指标三年加权平均值分别为 40.05%、19.50% 和 11.23%，2019 年底分别为 37.77%、19.79% 和 8.01%。整体看，公司债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 95.15 亿元，较上年底增长 26.50%，主要来自长短期借款的增加；流动负债和非流动负债占比分别为 75.92% 和 24.08%，流动负债占比较 2019 年底有所下降。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务合计 44.97 亿元，较上年底增长 47.05%，其中短期债务和长期债务占比分别为 57.88% 和 42.12%，短期债务占比略有下降；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 42.50%、25.89% 和 12.83%，较 2019 年底分别增加 4.74 个百分点、6.10 个百分点和 4.82 个百分点，债务规模和债务负担有所加重。

(2) 所有者权益³

在杭州市国资委的支持下，公司权益规模持续扩张，资本实力强。2019 年，杭州市国资委对公司进行多次国有股权划转及国有资本经营预算支持，公司所有者权益规模明显提升；权益构成中实收资本和资本公积占比较高，稳定性良好。

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 22.65%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 123.93 亿元，较上年底增长 23.63%，其中实收资本占 47.77%、资本公积占 14.15%、未分配利润占 8.04%、少数股东权益占 29.47%，其他综合收益和盈余公积规模不大；截至 2019 年底，公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 87.41 亿元，占所有者权益的 70.53%。2019 年底，公司资本公积为 17.54 亿元，其中当期因杭氧集团 90% 国有股权和华东医药集团 100% 国有股权划入增加资本公积 6.85 亿元，因中国（杭州）青春宝集团有限公司 34% 国有股权划入增加资本公积 4.09 亿元，因杭州市国资委下达 2019 年国有资本经营支出预算实收到位增加资本公积 3.00 亿元，因无偿划入杭州汽轮投资股份有限

³2017—2018 年由于使用备考合并财务报表，公司所有者权益仅按“归属于母公司所有者权益”和“少数股东权益”列示，未区分“股本”“资本公积”“其他综合收益”“盈余公积”和“未分配利润”等报表项目。

公司 51%国有股权增加资本公积 0.64 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 128.71 亿元，较上年底增长 3.85%；其中归属于母公司所有者权益 90.77 亿元，占所有者权益的 73.24%。权益规模和构成变化不大。

4. 盈利能力

近年来，随着经营规模扩大，公司收入规模持续增长；受商贸及其他综合服务业务毛利率较低影响，公司营业利润率波动下降；公司期间费用控制能力良好，所持华东医药股权投资的投资收益可持续性较强，对利润形成有益补充。整体看，公司盈利能力强。

2017—2019 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为 37.45%，2019 年实现收入 122.41 亿元，同比增长 48.65%，主要系商贸及其他综合服务业务规模增长迅速所致；同期，公司营业成本年均复合增长 39.80%。2017—2019 年，公司营业利润率波动下降，分别为 20.02%、21.74%和 17.14%。

从期间费用看，2017—2019 年，受业务规模增长影响，公司期间费用呈逐年增长趋势，分别为 7.64 亿元、8.94 亿元和 9.34 亿元。2019 年，公司期间费用同比增长 4.39%，构成上以管理费用和研发费用为主，分别占 50.19%和 28.84%；其中，2019 年，公司管理费用为 4.76 亿元，较上年下降 1.58%；研发费用为 2.11 亿元，同比增长 27.78%，主要系研发人员工资和直接材料费增长所致；财务费用为 0.61 亿元，同比下降 27.83%。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 11.79%、10.86%和 7.63%，随着收入规模的快速增长，公司费用控制能力逐年提升。

2017—2019 年，公司分别实现投资收益 3.21 亿元、3.43 亿元和 7.00 亿元，其中 2019 年投资收益中按权益法核算的长期股权投资收益 6.94 亿元。近年来，公司长期股权投资中华东医药和杭州联合农商行经营状况良好，投资收益可持续性较强。2017—2019 年，公司分

别实现其他收益 0.71 亿元、0.59 亿元和 0.72 亿元，主要为与科研项目对应的政府补助，可持续性较强，但对利润总额贡献较小。2019 年，公司发生资产减值损失 0.99 亿元，其中存货跌价损失和在建工程减值损失分别为 0.72 亿元和 0.25 亿元。

2017—2019 年，公司利润总额分别为 8.61 亿元、12.91 亿元和 18.87 亿元。从盈利指标看，2017—2019 年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续提升，2019 年分别为 11.27%和 13.24%，整体看，公司盈利能力强。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 32.30 亿元，当期营业利润率为 11.29%，较 2019 年全年减少 5.85 个百分点；实现投资收益 3.28 亿元，利润总额 4.61 亿元。

5. 现金流分析

近年来，公司经营现金流状况较好，收入实现质量一般；投资活动现金净流出规模持续扩张。为满足气体项目建设、商贸及其他综合服务业务的流动性资金需求，2019 年以来筹资活动产生的现金流入规模持续扩张。考虑到作为市属国有资本投资运营公司，公司计划持续开展战略新兴产业投资、引导产业转型，对外融资需求将持续存在。

从经营活动现金流看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为 37.17 亿元、55.09 亿元和 101.70 亿元，呈逐年增长趋势，主要系销售收入及回款增加所致。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量分别为 30.86 亿元、39.67 亿元和 87.74 亿元，主要系随着公司销售规模逐渐增大，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额均呈净流入状态，分别为 6.31 亿元、15.42 亿元和 13.96 亿元。从收入实现质量来看，2017—2019 年，公司的现金收入比分别为 55.44%、64.28%和 79.37%，现金收入比较低，主要系公司整体账龄偏长所致。

从投资活动情况来看, 2017—2019年, 公司投资活动现金流入量分别为38.10亿元、47.32亿元和41.84亿元, 呈波动增长趋势, 主要系公司购买的理财产品到期赎回增加所致。2017—2019年, 公司投资活动现金流出量分别为46.22亿元、51.42亿元和56.56亿元, 保持逐年增长, 其中2018—2019年度投资支付的现金规模较大, 主要系支付杭州联合银行股权投资款以及购买理财产品支付的现金增加所致; 2019年购建固定资产、无形资产等支付的现金为12.55亿元, 主要系制氧机板块投资气体项目, 用于购置厂房、设备、办公设备等固定资产。2017—2019年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-8.12亿元、-4.10亿元和-14.72亿元。

从筹资活动情况来看, 2017—2019年, 公司筹资活动现金流入量分别为14.44亿元、16.07亿元和40.80亿元, 呈快速增长趋势; 筹资活动现金流出分别为16.07亿元、15.54亿元和16.40亿元, 基本保持稳定。受上述因素影响, 2017—2019年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-1.63亿元、0.53亿元和24.40亿元。

2020年1—3月, 公司经营活动产生的现金流量净额为-8.35亿元, 投资活动产生的现金流量净额为-2.16亿元, 筹资活动产生的现金流量净额为15.81亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标良好, 且现金类资产较

为充沛, 对短期债务的保障能力较强; 公司净利润逐年增长, EBITDA 对利息支出的覆盖程度高, 长期偿债指标良好; 公司间接融资渠道畅通, 具备直接融资渠道。整体看, 公司偿债能力很强。

从短期偿债指标看, 2017—2019年, 公司流动比率和速动比率均逐年下降, 三年加权平均值分别为 163.89%和 127.40%, 截至 2019 年底分别为 155.23%和 120.83%。截至 2020 年 3 月底, 上述三项指标分别为 161.18%和 125.71%。2017—2020 年 3 月底, 现金类资产对短期债务的保障倍数分别为 2.53 倍、12.24 倍、1.83 倍和 1.66 倍。

2017—2019 年, 公司 EBITDA 分别为 10.28 亿元、14.45 亿元和 25.57 亿元, 呈逐年增长趋势; EBITDA 利息倍数分别为 8.29 倍、13.39 倍和 25.64 倍; 全部债务/EBITDA 分别为 2.40 倍、1.39 倍和 1.20 倍。

截至 2020 年 3 月底, 公司获得银行授信总额合计 402.00 亿元, 其中未使用额度 374.55 亿元, 公司间接融资渠道畅通; 下属上市公司杭氧股份(002430.SZ)具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月底, 公司对外担保余额为 28.23 亿元, 占当期净资产的 21.93%, 对外担保比率高。被担保企业主要为杭州市属国有企业, 担保事项主要为被担保方取得信贷借款进行担保。被担保企业目前经营情况良好, 尚未发生代偿事项, 但由于部分担保事项金额较大, 若未来被担保人资金周转能力或偿债能力恶化, 可能导致公司的担保代偿风险。

表13 截至2020年3月底公司对外担保情况(单位: 万元)

担保人	被担保人	担保债权开始日	担保债权到期日	担保总额	担保余额
杭州市国有资本投资运营有限公司	中国(杭州)青春宝集团有限公司	2019.7.11	2021.6.30	1360.00	1360.00
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州汽轮动力集团有限公司	2019.3.12	2020.6.19	60000.00	60000.00
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州汽轮动力集团有限公司	2019.3.12	2022.9.13—2026.8.16	150000.00	150000.00
杭州华东医药集团有限公司	杭州奥体博览中心建设投资有限公司	2015.7.24	2025.7.24	34300.00	30870.00
华东医药股份有限公司	杭州华东医药集团贵州中药发展有限公司	2017.10.1	2022.9.28	994.50	944.50
杭州杭氧控股有限公司	杭州奥体博览中心建设投资有限公司	2015.7.24	2025.7.24	34300.00	30870.00

杭州杭氧控股有限公司	杭州杭氧压缩机有限公司	每笔债权合同债务履行期届满之日起至该债权合同约定的债务履行期届满之日后两年止		268.50	268.50
杭州制氧机集团股份有限公司	安徽昊源化工集团有限公司	2017.7.19	2021.7.19	50000.00	4850.00
杭州杭氧和院房产开发有限公司	商品房承购人	自抵押贷款发放日至银行收妥商品房承购人所购住房的房产所有权证、土地使用证、契证等房产登记手续止		4466.80	4466.80
合计	--	--		334329.80	282269.80

资料来源：公司提供

7. 母公司财务分析

母公司资产构成以非流动资产为主，资产流动性一般，债务负担很轻，盈利能力良好，母公司偿债能力很强。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 87.22 亿元，资产构成以非流动资产为主（占 81.85%）。流动资产合计 15.83 亿元，主要包括货币资金 11.48 亿元和其他应收款 4.34 亿元；非流动资产合计 71.39 亿元，主要为长期股权投资 70.00 亿元。

截至 2019 年底，母公司负债合计 5.66 亿元，主要为短期借款；所有者权益合计 81.56 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别为 59.20 亿元、17.54 亿元和 4.33 亿元。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 6.49%。

2019 年，母公司实现营业收入为 6.25 亿元，投资收益 4.63 亿元，实现利润总额为 4.77 亿元。

十、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据的发行对公司现有债务规模和结构存在一定影响，发行后，公司各项债务指标将有所上升。

本期中期票据拟发行金额为 20 亿元，分别占 2020 年 3 月底公司全部债务和长期债务的 44.48% 和 105.60%，对公司现有债务规模影响大。

截至 2020 年 3 月底，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 42.50%、25.89% 和 12.83%。考虑到公司于 2020 年 5 月发行 20 亿元公司债“20 杭资

01”（期限为 3+2 年），本期中期票据发行后，上述三项指标分别为 51.22%、39.76% 和 31.41%，公司债务负担将有所加重。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还有息债务，发行后实际债务负担将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对本期中期票据的保障程度高，经营活动现金净流量和 EBITDA 对本期中期票据的保障程度较低。

2017—2019 年，公司经营活动现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 1.86 倍、2.75 倍和 5.08 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 0.32 倍、0.77 倍和 0.70 倍，对本期中期票据的覆盖程度较低；公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 0.51 倍、0.72 倍和 1.28 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度较低。

十一、结论

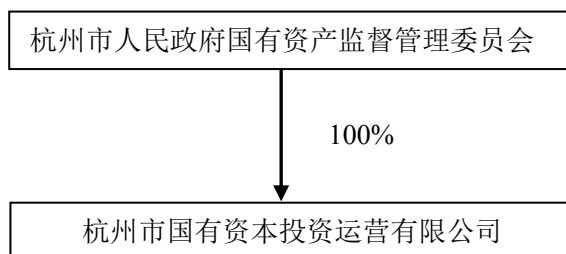
公司作为杭州市重要的国有资本投资运营公司，其下属子公司杭氧股份的空分设备制造和工业气体生产能力已达到国内领先水平，在行业地位、技术水平、在手订单等方面具有综合竞争优势。近年来，公司主营业务收入与毛利润逐年增长，并通过持有华东医药股份产生了稳定的投资收益。同时，联合资信也关注到空分设备及工业气体行业受宏观经济影响较大，公司成立时间较短且治理结构有待进一步完善，现场供气业务前期投资规模较大且面

临因客户违约而带来的投资损失以及公司所投资基金回收期长，对外担保比率高等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

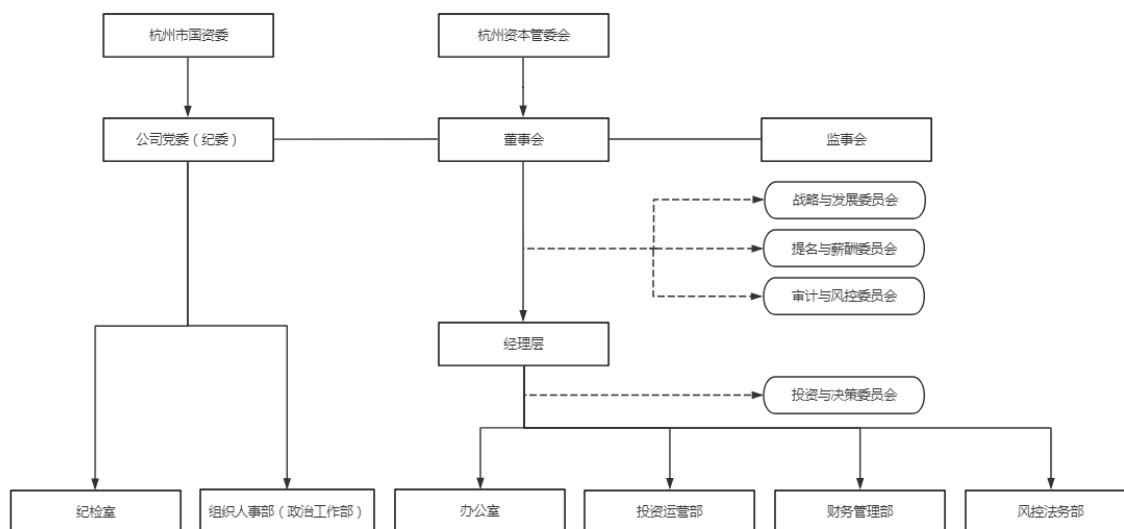
未来，公司将聚焦高端装备、生物医药和数字经济三大产业，在推动杭州市产业集聚和转型升级的过程中，有望在资金、项目等多个方面获得当地政府的支持，公司经营状况有望保持良好。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

附件 1-1 截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	27.46	36.77	36.17	43.16
资产总额(亿元)	145.75	171.57	199.15	223.86
所有者权益(亿元)	82.39	100.24	123.93	128.71
短期债务(亿元)	10.84	3.00	19.79	26.03
长期债务(亿元)	13.83	17.01	10.79	18.94
全部债务(亿元)	24.67	20.01	30.58	44.97
营业收入(亿元)	64.79	82.35	122.41	32.30
利润总额(亿元)	8.61	12.91	18.87	4.61
EBITDA(亿元)	10.28	14.45	25.57	--
经营性净现金流(亿元)	6.31	15.42	13.96	-8.35
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.42	2.88	4.82	--
存货周转次数(次)	3.66	3.48	4.93	--
总资产周转次数(次)	0.47	0.52	0.66	--
现金收入比(%)	55.44	64.28	79.37	49.33
营业利润率(%)	20.02	21.74	17.14	11.29
总资本收益率(%)	7.64	10.12	11.27	--
净资产收益率(%)	8.53	11.08	13.24	--
长期债务资本化比率(%)	14.37	14.51	8.01	12.83
全部债务资本化比率(%)	23.04	16.64	19.79	25.89
资产负债率(%)	43.47	41.57	37.77	42.50
流动比率(%)	173.11	172.18	155.23	161.18
速动比率(%)	135.70	132.81	120.83	125.71
经营现金流负债比(%)	13.95	30.68	23.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.29	13.39	25.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.40	1.39	1.20	--

注：公司 2017—2018 年数据采用备考财务报表数据；公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	--	--	11.48	10.39
资产总额(亿元)	--	--	87.22	91.88
所有者权益(亿元)	--	--	81.56	81.66
短期债务(亿元)	--	--	5.60	10.20
长期债务(亿元)	--	--	0.00	0.00
全部债务(亿元)	--	--	5.60	10.20
营业收入(亿元)	--	--	6.25	0.03
利润总额(亿元)	--	--	4.77	0.10
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	--	--	0.18	0.04
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	0.13	--
现金收入比(%)	--	--	112.01	0.00
营业利润率(%)	--	--	2.03	100.00
总资本收益率(%)	--	--	5.34	--
净资产收益率(%)	--	--	5.81	--
长期债务资本化比率(%)	--	--	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	--	--	6.43	11.10
资产负债率(%)	--	--	6.49	11.13
流动比率(%)	--	--	279.70	193.09
速动比率(%)	--	--	279.70	193.09
经营现金流动负债比(%)	--	--	3.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：公司 2017—2018 年数据采用备考财务报表数据；公司 2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 3 同行业企业对比数据

发行人	镇江国有投资控股集团有限公司	辽宁省国有资产经营有限公司	杭州市国有资本投资运营有限公司
主体信用等级	AA ⁺	AA ⁺	AA ⁺
企业性质	地方国企	地方国企	地方国企
经营数据时点	2019 年		
综合毛利率（%）	12.44	14.95	18.38
销售债权周转次数（次）	7.41	11.60	4.82
财务数据时点	2019 年		
资产总额（亿元）	569.13	454.12	199.15
所有者权益（亿元）	246.21	239.60	123.93
营业收入（亿元）	110.65	204.68	122.41
利润总额（亿元）	6.52	8.49	18.87
经营活动现金流净额（亿元）	14.03	10.90	13.96
资产负债率（%）	56.74	47.24	37.77

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 4 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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-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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 杭州市国有资本投资运营有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在杭州市国有资本投资运营有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

杭州市国有资本投资运营有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

杭州市国有资本投资运营有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对杭州市国有资本投资运营有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，杭州市国有资本投资运营有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注杭州市国有资本投资运营有限公司的经营管理状况及外部环境等相关信息，如发现杭州市国有资本投资运营有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如杭州市国有资本投资运营有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与杭州市国有资本投资运营有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。