

信用评级公告

联合〔2021〕5639号

联合资信评估股份有限公司通过对杭州市国有资本投资运营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⁺，维持“20杭资01”信用等级为AA⁺，评级展望调整为正面。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二一年六月二十九日

杭州市国有资本投资运营有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次评级	上次评级	评级展望	上次评级	评级展望
杭州市国有资本投资运营有限公司	AA ⁺	AA ⁺	正面	AA ⁺	稳定
20 杭资 01	AA ⁺	AA ⁺	正面	AA ⁺	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 杭资 01	20.00 亿元	20.00 亿元	2025/05/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 29 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（打分表）	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	1
			现金流量	4
		资本结构		1
		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

跟踪期内，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”）作为杭州市聚焦高端装备、生物医药和数字经济三大产业的重要国有资本投资运营公司，在资产划拨和业务协调等方面继续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。2020 年 12 月，公司接受杭州汽轮动力集团有限公司（以下简称“杭汽轮集团”）90%国有股权无偿划入，并参与杭州电力设备制造有限公司（以下简称“杭州电力”）增资扩股将其纳入合并范围，公司资产和权益规模迅速增长，经营实力和抗风险能力提升。此外，公司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”）在空分设备制造和工业气体等领域保持领先的行业竞争力，且所持上市公司华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”）股权贡献稳定的投资收益，为整体利润形成支撑。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司保持较大规模项目建设和投资力度，加之合并范围扩大，公司债务规模上升较快，投资活动现金净流出量持续扩大；空分设备及工业气体行业受宏观经济影响较大，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，投资效益有待观察等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

公司作为杭州市产业投融资的重要平台、杭州市战略新兴产业基金和创新引领母基金的运作主体，未来将围绕杭州市重点发展的生物医药、信息产业、重大装备制造业等战略新兴产业开展国有资本投资运营业务。在推动杭州市产业集聚和转型升级的过程中，公司有望在资金、项目等方面持续获得杭州市政府的支持，盈利能力和综合实力将进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 杭资 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为正面。

分析师：郭察理 杨晓丽

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

优势

1. **杭州市区域经济较快增长，在全国位居前列，为公司创造了有利的外部发展环境。**2020年杭州市地区生产总值较上年增长3.9%，财政总收入较上年增长5.60%至3854.19亿元。杭州市财政实力强，未来将持续深化数字经济与制造业融合创新，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，外部发展环境良好。

2. **持续接受政府股权划转，获政府支持力度大。**公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，在资产划拨、业务协同等方面持续获得杭州市国资委的大力支持。跟踪期内，公司接受杭汽轮集团等优质股权注入。2020年底，公司所有者权益较上年底增长118.18%至270.40亿元，其中实收资本增至100.00亿元，公司资本实力不断提升。

3. **下属实业子公司行业竞争力领先，经营效益良好，带动公司整体盈利规模不断提升。**公司下属子公司杭氧股份在空分设备制造和工业气体领域保持领先的行业竞争力；杭汽轮集团是工业汽轮机行业的龙头企业；杭州电力是浙江省电力系统规模最大的开关成套设备制造企业之一。上述实业子公司经营效益良好，带动公司盈利规模提升。

4. **参股公司经营稳健，带动公司投资收益持续增长，对利润形成良好支撑。**截至2021年一季度末，公司间接持有上市公司华东医药15.69%的股份（无质押），华东医药经营稳健且跟踪期内持续分红，为公司贡献稳定的投资收益。2020年，公司投资收益为8.90亿元，同比增长27.08%。

5. **公司正在筹建产业投资基金，是杭州市政府战略实施和产业投融资重要平台。**公司正在筹划设立总规模300亿元（首期规模100亿元）的战略新兴产业基金，重点投向战略新兴产业等实体经济领域，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杭州市政府的支持。

关注

1. **公司债务规模上升较快；投资活动现金净流出量持续扩大，收入实现质量一般。**为满足项目建设和投资需要，加之合并范围扩大，公司债务规模上升较快。公司保持较大投资规模，投资活动产生的现金持续净流出；2020年，公司现金收入比为77.22%，同比下降2.15个百分点，收入实现质量一般。此外，公司计划持续开展战略新兴产业投资，现金流情况需关注。

2. **制氧机业务易受宏观经济、行业政策等外部因素影响；**

工业气体业务前期投资规模对资金形成一定占用。空分设备与工业气体的下游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。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. 投资运营业务尚仍处布局阶段，投资资金压力可能持续推升公司债务规模；回收期长，投资效益存在不确定性。公司投资运营业务尚需投资规模较大，未来资本支出可能持续推升公司债务规模，且投资回收期长，现阶段投资效益尚未显现，未来效益有待观察。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	36.77	36.17	116.44	128.06
资产总额（亿元）	171.57	199.15	522.62	567.11
所有者权益（亿元）	100.24	123.93	270.40	283.03
短期债务（亿元）	3.71	20.50	42.61	65.45
长期债务（亿元）	19.09	12.61	45.47	54.05
全部债务（亿元）	22.80	33.10	88.09	119.50
营业收入（亿元）	82.35	122.41	175.17	66.34
利润总额（亿元）	12.91	18.87	20.10	9.18
EBITDA（亿元）	14.45	25.57	27.83	--
经营性净现金流（亿元）	15.42	13.96	11.06	5.79
营业利润率（%）	21.74	17.14	13.26	18.56
净资产收益率（%）	11.08	13.24	6.34	--
资产负债率（%）	41.57	37.77	48.26	50.09
全部债务资本化比率（%）	18.53	21.08	24.57	29.69
流动比率（%）	172.18	155.23	158.34	155.62
经营现金流动负债比（%）	30.68	23.12	6.01	--
现金短期债务比(倍)	9.92	1.76	2.73	1.96
EBITDA 利息倍数(倍)	13.39	24.21	13.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.29	3.16	--

公司本部（母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	8.68	87.22	180.84	198.22
所有者权益（亿元）	8.63	81.56	145.99	145.89
全部债务（亿元）	0.00	5.60	30.50	47.00
营业收入（亿元）	3.02	6.25	0.08	0.07
利润总额（亿元）	0.10	4.77	0.51	-0.11
资产负债率（%）	--	6.49	19.27	26.40
全部债务资本化比率（%）	--	6.43	17.28	24.37

流动比率 (%)	--	279.70	126.03	100.12
经营现金流动负债比 (%)	--	3.25	31.47	--

注：公司 2018 年数据采用备考财务报表数据；2021 年 1—3 月财务数据未经审计；
公司其他应付款、其他流动负债中的有息债务部分已计入短期负债；长期应付款中、
其他非流动负债中的有息债务部分已计入长期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
20 杭资 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/6/24	高佳悦 李 彤	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	阅读全文
20 杭资 01	AA ⁺	AA ⁺	稳定	2020/4/40	李 昆 王进取	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法总论	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：

郭晓理 杨晓丽

联合资信评估股份有限公司

杭州市国有资本投资运营有限公司 公开发行公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求,按照联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)关于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”)及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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。2020 年 12 月,杭州市国资委将持有的杭州汽轮动力集团有限公司(以下简称“杭汽轮集团”)90%国有股权无偿划转至公司,增加实收资本 40.80 亿元(划转差异 21.17 亿元增加资本公积)。截至 2021 年 3 月底,公司注册资本 100.00 亿元,实收资本 100.00 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;货物及技术进出口等。

截至 2021 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 112 家。

截至 2020 年底,公司(合并)资产总额为 522.62 亿元,所有者权益合计为 270.40 亿元(含少数股东权益 107.50 亿元)。2020 年,公司实现营业收入 175.17 亿元,利润总额 20.10 亿元。

截至 2021 年 3 月底,公司(合并)资产总额为 567.11 亿元,所有者权益合计为 283.03 亿元(含少数股东权益 112.83 亿元)。2021 年 1—3 月,公司实现营业收入 66.34 亿元,利润总额 9.18 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底,公司由联合资信评级且在存续期内的债券为“20 杭资 01”。跟踪期内,“20 杭资 01”募集资金已按照计划用途使用完毕,并按期正常付息。

表 1 公司存续债券概况 (单位: 亿元、年)

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
20 杭资 01	20.00	20.00	2020-05-11	5 (3+2)

资料来源: 联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年, 新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响, 以“六稳”“六保”为中心, 全力保证经济运行在合理区间。在此背景下, 2020 年我国经济逐季复苏, GDP 全年累计增长 2.30%, 成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家, GDP 首次突破百万亿大关, 投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度, 我国经济运行持续恢复, 宏观政策整体保持了连贯性, 稳健的货币政策灵活精准、合理适度, 把服务实体经济放到更

加突出的位置; 积极的财政政策提质增效, 推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度, 我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元, 实际同比增长 18.30%, 两年平均增长 5.00%, 低于往年同期水平, 主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看, 三大产业中**第二产业恢复最快, 第三产业仍有较大恢复空间**。具体看, 第二产业增加值两年平均增长 6.05%, 已经接近疫情前正常水平 (5%~6%), 第二产业恢复情况良好, 其中工业生产恢复良好, 工业企业盈利改善明显; 而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%, 增速略微低于疫情前正常水平; 第三产业两年平均增长 4.68%, 较 2019 年同期值低 2.52 个百分点, 第三产业仍有恢复空间, 主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2 2017—2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注: 1. GDP 总额按现价计算; 2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计; 3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率, 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; 4. 城镇失业率统计中, 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

资料来源: 联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升, 成为拉动经济的主引擎; 投资拉动垫底; 净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看, 2021

年一季度社会消费品增速为 4.20%, 延续了上年逐季恢复的趋势, 与疫情前水平的差距进一步缩小; 消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎, 疫情以来对 GDP 增长的拉动作用

首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺

口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从

“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

1. 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，各类中小型企业规模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%。据中国钢铁工业协会数据，中国钢材价格指数 2020 年 1-12 月平均值 105.57 点，同比下降 2.2%，4 月末降至 2020 年最低的 96.62 点后逐步回升，11 月开始快速上涨，12 月升至最高的 129.14 点，比 2020 年最低点上涨 32.52 点，涨幅 33.7%。

在石油化工行业方面，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，2018—2020 年，国内原油加工量分别为 6.04 亿吨、6.52 亿吨和 6.74 亿吨，逐年增长。

2. 股权投资行业

2018 年以来中国股权投资市场增速放缓，募资端承压，行业处于阶段性调整时期。近期资本市场改革持续推进，科创板落地、创业板、新三板等多层次、多方面改革措施出台，为股权投资市场创造投资机会，提供更多元高效的退出机制，未来股权投资市场将朝着更加规范、多元的方向发展。

自 2015 年起，随着“大众创业、万众创新”的发展和“供给侧改革”的推动，大批民营 VC/PE 机构、国资机构、金融机构、战略投资者等开展股权投资，中国股权投资市场经历萌芽和起步，进入发展期，市场活跃度稳步提

升，股权投资市场总体迅速扩张。期间受股票二级市场波动影响，2015 年下半年股权投资活跃度出现了短暂回调，但增长势能在 2016—2017 年期间重新释放。另一方面，随着 2017 年下半年国内“去杠杆”“防控金融风险”工作力度的加大以及“资管新规”征求意见稿的公布，2018 年 Q1 开始股权投资市场募资端率先承压，而投资、退出端由于传导延迟性，活跃度自 2018 年 Q4 开始回撤。综合效应下，中国股权投资市场自 2018 年下半年起由单一扩张期进入优化整合、提质增效的新阶段。

2019 年，中国经济平稳运行，但国内外经济形势依然严峻，不确定因素增多，经济下行压力仍然较大。股权投资市场进入新的发展阶段，私募投资基金备案规则推出，中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）、中基协组织私募基金清查，中国金融市场进一步规范，在金融改革、市场出清、各项配套政策推进的作用下，募资难的困境稍有缓解，科创板的推出使得企业估值逐渐回归理性，投资市场受募资端承压和二级市场疲软的双重影响，活跃度仍不足，市场面临严峻考验。

2020 年中国股权投资市场募资难趋势延续，新募集总规模为 11972.14 亿元，同比下降 3.8%。从季度数据来看，下半年得益于国内疫情的有效控制，募资活动逐步恢复正常水平，募资节奏明显加快。

投资方面，2020 年中国股权投资市场共发生 7559 起投资，同比下降 7.9%，降幅有所收窄；投资金额 8871.49 亿元，同比上升 14.0%。尽管上半年受到新冠疫情影响，投资进度大幅放缓，但疫情稳定后，全国生产生活、各类商业活动恢复迅速，加之境内资本市场深化改革提振退出市场信心，2020 年下半年投资活跃度回暖。

从投资行业分布来看，2020 年生物技术与医疗健康、半导体及电子设备和互联网投资案例数排名前三；从投资金额来看，排名前三的仍然是 IT 行业、生物技术与医疗健康和互联

网，投资金额分别达到 1845 亿元、1422 亿元和 1008 亿元，领跑全行业投资金额。

退出方面，2020 年中国股权投资市场退出共发生 3842 笔，同比上升 30.3%。得益于国内注册制改革的相继落地，2020 年国内被投企业 IPO 案例数增长快速，共发生 2434 笔，同比增长 54.7%。

IPO 方面，2020 年全年中企境内外上市 535 家，同比上升 61.1%；融资总规模 8426.30 亿元，同比上升 77.8%。注册制下首发审核速度上升，2020 年上会企业数量达 639 家，远超去年同期 280 家的水平。从过会率来看，2020 年共 605 家企业过会，其中包含 284 家创业板注册制及科创板申报企业，过会率高达 94.7%。

在宏观政策层面，自 2018 年监管趋严以来，股权投资市场遭遇募资寒冬，大部分机构面临募资难题，2019 年以来全面深化资本市场改革积极推进，众多政策意见，各个层面影响着投资机构的“募投管退”。2019 年 1 月 30 日，证监会发布《关于在上海证券交易所设立科创板并试点注册制的实施意见》，3 月 1 日配套业务规则正式发布，7 月科创板正式交易，科创板在上市标准上对于财务指标、股权结构要求相对放松，在退出方式上相对于主板和创业板增加了非公开转让，即在首发前股份限售期满后，除按照现行减持规定实施减持外，还可以采取非公开转让方式实施减持，以便创投资金退出。科创板的落地，有效完善了国内多层次资本市场体系，打通“募投管退”的股权投资闭环，使企业快速实现财务回报和资本增值，引导更多资本助力科创企业发展。

在创业板改革方面，2019 年 8 月，国务院发布《关于支持深圳建设中国特色社会主义先行示范区的意见》，明确指出，要研究完善创业板发行上市、再融资和并购重组制度，创造条件推动注册制改革。2019 年 10 月，证监会发布《关于修改〈上市公司重大资产重组管理办法〉的决定》，以优化重组上市制度。本次修改，允许符合国家战略的高新技术产业和战略性

新兴产业相关资产在创业板重组上市；另外，本次修改再度恢复了重组上市配套融资，主要目的是为支持上市公司和置入资产改善现金流、发挥协同效应，有利于提升企业重组积极性，减少重组上市阻碍。

在新三板改革方面，2019 年 10 月，证监会宣布将在新三板设立精选层，将此前两层市场结构进一步细分为“基础层、创新层、精选层”三层结构，建立转板上市机制、允许公开发行、引入公募等长期资金、完善摘牌制度等。根据规划，精选层企业挂牌一定期限后，符合交易所上市条件和相关规定的可以直接转板。

2019 年 12 月 28 日，十三届全国人大常委会第十五次会议审议通过了新修订的证券法，并在 2020 年 3 月 1 日开始实施。本次修订明确将全面推行注册制，一是精简优化了证券发行条件，将发行股票应当“具有持续盈利能力”的要求，改为“具有持续经营能力”；二是调整了证券发行的程序，取消发行审核委员会制度，证监会更多的是作为注册机关；三是强化了证券发行中的信息披露。未来企业在国内上市将更加便捷，进一步加快股权投资退出速度。

3. 区域环境

杭州市区域经济较快增长，在全国位居前列，财政实力强。杭州市未来将持续深化数字经济与制造业融合创新，为公司发展提供了有利的外部发展环境。

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《2020 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2020 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 16106 亿元，较上年增长 3.9%。其中，第一产业增加值 326 亿元，第二产业增加值 4821 亿元，第三产业增加值 10959 亿元，同比分别下降了 1.1%、

增长了2.3%和5.0%。三次产业结构调整为2.0:29.9:68.1。按常住人口计算,人均GDP为134891元,由于第七次人口普查杭州市人口增长较快,人均GDP较上年下降11.53%。

2020年,杭州市全年固定资产投资较上年增长6.80%,其中基础设施投资增长7.70%。2020年,杭州市房地产开发投资较上年增长8.50%;房屋施工面积13310万平方米,较上年增长11.00%;新开工面积3543万平方米,较上年增长45.50%;竣工面积1799万平方米,较上年增长4.11%;商品房销售面积1699万平方米,较上年下降12.30%。

杭州市经济的增长带动了财政实力的增强。2020年,杭州市财政总收入3854.19亿元,较上年增长5.60%;一般公共预算收入2093.39亿元,较上年增长6.50%。全市一般公共预算支出2069.66亿元,较上年增长6.0%,杭州市财政自给率为101.15%,处于较高水平。

根据中共杭州市委、杭州市人民政府2021年5月发布的《关于加快建设“未来工厂”的若干意见》,杭州市将贯彻落实浙江省数字化改革的部署要求,大力实施“新制造业计划”,深化数字经济与制造业融合创新,培育支撑杭州制造业高质量发展的“未来工厂”,围绕数字化改革和高质量发展目标,加快建设“产业大脑”,以制造方式创新、企业形态重构、要素资源重组为重点,深化数字赋能制造业转型,推动制造业高端化、智能化、绿色化发展,努力将杭州打造为全国智能制造领先城市和组织型制造先行城市。杭州市区域经济实力及相关产业布局为公司提供了有利的外部发展环境。

六、 重大事项

1. 杭汽轮集团90%国有股权无偿划入

根据杭州市国资委下发的《关于无偿划转杭州汽轮动力集团有限公司国有股权的通知》(杭国资改〔2020〕133号),杭州市国资委将其持有的杭汽轮集团90%国有股权无偿划转至公司。截至2020年12月31日,杭汽

轮已完成工商变更登记和工商备案登记。本次股权划转后,杭汽轮集团控股股东由杭州市国资委变更为公司,实际控制人仍为杭州市国资委。

杭汽轮集团是工业汽轮机行业的龙头企业,也是国内唯一能按用户要求进行非标设计的工业汽轮机制造基地,纳入合并后,带动公司资本实力大幅提升,将成为公司新的盈利增长点。

2 参与杭州电力增资扩股,将其纳入合并范围

根据2020年12月21日公司和杭州电力、浙江大有集团有限公司及杭州奋华投资合伙企业签订的《杭州电力设备制造有限公司增资扩股协议》,公司以协议条款和条件出资178458万元认购杭州电力的新增注册资本48778万元人民币,占变更后注册资本40%的权益,2020年12月增资完成后,公司对杭州电力实施控制,将其纳入合并范围。

3. 西湖电子划转进展

根据杭州市人民政府国有资产监督管理委员会下发的《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),拟划入西湖电子90%股权。截至报告出具日,西湖电子正在进行经营者反垄断申报,尚未完成上述划转,预计2021年划入。

西湖电子成立于1995年,主营业务涵盖商贸业务、新材料、科技创新园区建设、房地产开发等综合性产业。截至2020年底,西湖电子资产总额91.28亿元,所有者权益35.77亿元;2020年,西湖电子实现营业总收入58.91亿元,净利润1.43亿元。未来西湖电子划转完成后公司资产规模与资本实力有望进一步提升。

七、 基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年3月底,公司注册资本100.00

亿元，实收资本 100.00 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，发展前景良好。2020 年，公司接受杭汽轮集团 90% 国有股权无偿划入，并参与杭州电力增资扩股将其纳入合并范围，公司投资收益有稳定来源，综合竞争力极强。

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、产业投资基金、私募基金等形式开展投资业务。2020 年，公司营业收入主要来自于下属公司杭氧股份（杭氧集团持股 54.40%）；同时，公司通过子公司华东医药集团间接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）15.92% 的股份，获取稳定的投资收益，对利润形成有益补充。（截至 2020 年底，股权均全部质押，并于 2021 年 4 月 12 日解除）。

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。2020 年杭氧股份发布了 NB/T10429-2020《煤化工空分设备能效计算方法》能源行业标准；气体方面，其生产的稀有气体（氩、氮、氙）被评为“中国气体行业知名品牌”。

华东医药集团为华东医药的第二大股东。截至 2020 年底，华东医药共有已上市的 24 个核心产品及 15 个在研品种纳入《国家基本医

疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2020 年）》（以下简称“《医保目录》（2020 年版）”），其中华东医药已上市产品阿卡波糖咀嚼片和百令胶囊为《医保目录》（2020 年版）谈判品种。截至 2020 年底，华东医药资产总额为 242.01 亿元，所有者权益合计 151.79 亿元；2020 年，华东医药实现营业收入 336.83 亿元，利润总额 34.53 亿元。华东医药经营状况良好，为公司贡献稳定的投资收益。

2020 年 12 月，杭州市国资委将持有的杭汽轮集团 90% 国有股权无偿划转至公司。杭汽轮集团是国内工业汽轮机行业龙头企业，主要生产反动式汽轮机和冲动式汽轮机，在国内市场占有率达 70% 以上。

2020 年 12 月，公司以增资扩股方式收购杭州电力设备制造有限公司（以下简称“杭州电力”），现金出资 17.85 亿元取得 40% 国有股权，将其纳入合并范围。杭州电力具有高低压开关设备专业生产资质，是浙江省电力系统规模最大的开关成套设备制造企业之一，专业从事高低压开关柜、箱式变电站等电力设备的研发、生产、销售和技术服务。

公司投资设立杭州产业投资有限公司（以下简称“杭州产投”，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。

截至 2020 年底，公司下属主要业务运营实体情况见下表。公司下属运营实体行业竞争力领先，经营业绩良好，推动整体盈利规模的扩张。

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，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，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 18.09 亿元，杭氧集

团 90% 国有股权的净资产账面价值为 35.51 亿元。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），2020 年 12 月杭州市国资委将持有的杭汽轮集团 90% 国有股权划转至公司，并于 2020 年 12 月完成工商变更登记，股权划转基准日为 2019 年 12 月 31 日。上述国有股权划转事项完成后，公司持有杭汽轮集团 90% 股权。

表 3 2020 年公司合并范围主要核心业务运营主体的财务数据（单位：%、亿元）

公司	获取方式	持股比例	注册资本	2020 年			
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润
杭氧集团	无偿划入	90.00	1.80	175.43	97.58	100.56	11.83
国裕贸易	设立	51.00	1.00	15.11	1.80	74.49	0.37
杭汽轮集团	无偿划入	90.00	8.00	199.19	101.94	50.78	3.99
杭州电力	增资扩股	40.00	12.19	70.31	38.65	43.89	3.29

注：杭汽轮集团和杭州电力于 2020 年底完成工商变更并纳入合并范围，两家公司 2020 年的经营利润和现金流未在公司损益表和现金流量表中体现

资料来源：公司提供

3. 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，在资产划拨等多方面得到杭州市政府的大力支持。

跟踪期内，根据 2020 年 12 月 28 日杭州市国资委印发的《关于无偿划转杭州汽轮动力集团有限公司国有股权的通知》（杭国资改〔2020〕第 133 号），杭州市国资委将其持有的杭汽轮集团 90% 国有股权以 2019 年 12 月 31 日为基准日无偿划转至公司，工商变更时间为 2020 年 12 月 31 日。

根据杭州市国资委下发的《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），截至 2020 年 12 月 31 日，杭氧集团、华东医药集团、杭汽轮集团均已完成股权划转，西湖电子集团有限公司（以下简称“西湖电子”）将在 2021 年完成划转，公司资产及权益规模迅速扩张。

此外，根据《中共杭州市委、杭州市人民政府关于全面深化国有企业改革的意见》（市委〔2015〕6 号），公司作为市属国有独资的国有资本运营公司，主要定位于辅助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；作为出资人，负责市属企业整体改制（整体上市）后国有股权的管理和运作。依据该文件，杭州市属企业转让下属企业国有股权形成的收益，需按不低于 50% 的比例划转到公司。截至 2021 年 3 月底，公司已接

收杭州市实业投资集团有限公司解交国有股权转让收益 3.20 亿元和杭州市商贸旅游集团有限公司解交国有股权转让形成收益 0.61 亿元。公司作为市属国有资本运营公司，未来受益于杭州市国企改革深入，有望在国有股权转让过程中受到持续的政府补贴支持。

4. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好。

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 2021 年 6 月 8 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录。

八、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

九、经营分析

1. 经营概况

2020 年，受益于制氧机业务收入的增长，以及商贸业务规模的大幅提高，公司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降。随着杭汽轮集团和杭州电力纳入合并范围，2021 年一季度公司收入和利润同比大幅增长。

2020 年，公司营业收入较上年增长 43.10%，主要系制氧机及相关业务和商贸业务规模扩张所致。从收入结构上看，公司主营

业务收入占营业收入的比重均超过 95%，公司主业突出。

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，该板块营业收入有所上升，同比增长 22.40%；商贸业务收入大幅增长，主要系子公司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%）业务规模迅速扩张所致；2020 年 6 月，随着公司子公司杭州和院房产开发有限公司旗下仅有的杭氧和院住宅项目基本销售完成，公司房地产业务收入大幅下降，房地产板块营业收入、成本减小，后续公司将不再从事房地产业务。

从毛利率看，2020 年，公司制氧机业务毛利率和商贸业务毛利率较为稳定，同比分别上升 0.82 个百分点和 0.17 个百分点。2020 年，由于低毛利率的国裕贸易业务规模迅速扩大，公司综合毛利率同比下降 4.77 个百分点。

2020 年底，随着子公司杭汽轮集团和杭州电力纳入合并范围，公司新增汽轮业务和电力制造业务。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 66.34 亿元，同比增长 105.39%；实现利润总额 9.18 亿元，同比增长 99.13%，主要源于杭汽轮集团和杭州电力的收入贡献推动。

表 4 2018—2021 年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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
制氧机及相关业务	79.01	95.94	23.28	81.87	66.88	21.86	100.21	57.21	22.68	24.09	36.31	26.22
—气体销售	44.64	54.21	23.50	46.64	38.10	21.30	54.20	30.94	22.27	13.77	20.76	25.84
—空分设备	28.40	34.49	24.85	30.32	24.77	22.38	40.89	23.34	23.79	8.99	13.55	27.30
—工程总包	2.24	2.72	13.02	0.87	0.71	15.67	0.96	0.55	9.01	0.29	0.44	29.15
—其他业务	3.73	4.53	14.87	4.04	3.30	25.77	4.15	2.37	20.33	1.03	1.55	21.09
商贸业务	3.02	3.67	3.51	29.29	23.93	0.25	74.49	42.52	0.42	14.83	22.35	0.58
汽轮业务	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13.07	19.70	30.40
电力制造	--	--	--	--	--	--	--	--	--	13.78	20.77	15.67
房地产业务	--	--	--	10.99	8.98	38.30	0.05	0.03	770.57	0.48	0.72	10.96
其他业务	0.32	0.39	9.40	0.25	0.20	123.41	0.43	0.25	94.10	0.09	0.14	79.04
合计	82.35	100.00	22.51	122.41	100.00	18.38	175.17	100.00	13.61	66.34	100.00	19.09

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

2020 年，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有所上升，下游客户集中度有所下降。随着气体公司在建项目陆续投产，制氧机业务盈利空间有望进一步提升。

杭氧股份设备类业务的主要经营模式是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，同时根据用户需要提供工程设计和工程总承包服务。截至 2020 年底，杭氧股份总资产 144.35 亿元，所有者权益合计 68.32 亿元（含少数股东权益 4.78 亿元）；

2020 年，杭氧股份营业收入 100.21 亿元，利润总额 11.35 亿元。

（1）空气分离设备

2020 年，杭氧股份空分设备收入同比增长 34.86%，毛利率同比上升 1.41 个百分点，经营稳定。

采购

杭氧股份生产成本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，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，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，2020 年，杭氧股份空分设备前五大供应商采购总额为 6.46 亿元，前五大供应商采购金额占总采购额的比例为 18.38%，采购集中度低。

生产

杭氧股份空分设备产品为非标准化产品，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。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，大中型空分设备及乙烯冷箱等深冷装备国内市场占有率始终保持第一。

销售

从订单情况来看，2020 年公司获得宁夏宝丰能源 2 套 10.5 万 m³/h、延长石油物资公司榆神项目 10.5 万 m³/h 等空分设备订单。此外，公司在海外市场还获得了出口俄罗斯 7 万 m³/h 空分项目。2020 年，杭氧股份空分设备新增订单量为 46 套，新增订单金额为 69.80 亿元，新增订单制氧量为 206.08 万 m³/h，同比均呈上升趋势。

表 5 2018—2020 年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
2018 年	27	45.47	133.60
2019 年	30	43.05	143.80
2020 年	46	69.80	206.08

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，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，2020 年，杭氧股份空分设备前五大客户销售总额为 15.20 亿元，前五大客户销售金额占空分设备总销售额的比例为 15.18%，销售集中度逐渐减低。

表 6 2020 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
客户一	7.46	7.44	否
客户二	2.35	2.35	否
客户三	2.04	2.04	否
客户四	2.03	2.03	否
客户五	1.32	1.32	否
合计	15.20	15.18	--

资料来源：公司提供

(2) 工业气体

2020 年，随着下游行业景气度提升，杭氧股份工业气体销售收入同比增长 16.21%，毛利率同比上升 0.97 个百分点，主要系公司不断丰富零售业务模式，推出无人值守现场制气和杭氧小储宝等业务，提高终端客户销售比例，稳定价格所致。

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。

表 7 2018—2020 年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
2018 年	24	1146194.00	44.64

2019 年	23	1287910.00	46.64
2020 年	27	1488783.75	54.20

资料来源：公司提供

随着工业气体子公司投产数量的增加，杭氧股份工业气体总产能、供气量和收入规模持续增长。2020年，公司新签订了承德杭氧二期等7个气体投资项目的供气合同；截至2020年底，杭氧股份已投产工业气体子公司27个，总投资额74.29亿元，工业气体收入54.20亿元。截至2021年3月底，杭氧股份在建空分项目24个，计划总投资53.06亿元，已投资29.94亿元，尚需投资23.12亿元，形成一定资本支出压力，但预计建设完成后有望进一步提升气体业务盈利能力。

3. 商贸业务

公司商贸业务规模迅速扩张，该板块收入占公司营业收入比重提升，但商贸业务毛利率低，一定程度拉低了公司综合毛利率。

公司主要通过子公司杭州国裕国际贸易有限公司（以下简称“国裕贸易”）开展商贸业务。商贸业务主要为大宗商品贸易，包括钢材类（热卷、螺纹、线材、带钢等）、有色金属（铁矿、铜）及焦炭等，2020年实现营业收入74.49亿元，对公司收入规模的增长形成重要支撑，但商贸业务毛利率低，一定程度拉低了公司综合毛利率。

从结算方式来看，公司上游采购结算方式一般为信用证和电汇结算，结算周期主要为1~2个月，以货到付款为主，也有支付保证金后到货付款；销售方面，公司主要为对内销售，销售结算方式一般为电汇结算，结算周期主要为1~3个月，以款到发货为主，对个别客户会有一定的账期。

4. 汽轮机业务

2021年起公司新增汽轮机业务。杭汽轮集团在工业汽轮机方面的行业地位和技术优势领先，纳入合并范围后公司收入有望进一步提升。

杭汽轮集团是国内工业汽轮机行业龙头企业，主要生产反动式汽轮机和冲动式汽轮机，按用户要求进行非标设计，是国内唯一具备按照API标准进行压缩机与汽轮机联动试验能力的供应商。杭汽轮集团下属子公司杭州汽轮机股份有限公司（证券代码为“200771.SZ”，以下简称“杭汽轮”）为深交所上市公司，是该业务的主要运营主体。

截至2020年底，杭汽轮集团资产总额为199.19亿元，所有者权益合计101.94亿元；2020年，杭汽轮集团实现营业收入50.78亿元，净利润3.99亿元，其中工业汽轮机业务营业收入44.96亿元，毛利率为31.72%。

上下游集中度方面，2020年杭汽轮集团前五大供应商采购额为3.09亿元，占采购总额8.88%；前五大客户销售额为12.93亿元，占销售总额25.47%。

5. 电力制造

2021年起公司新增电力制造业务，电力制造业务运营主体杭州电力是浙江省电力系统规模最大的开关成套设备制造企业之一，纳入公司合并范围后有望带来稳定收益。

2020年12月，公司以增资扩股方式收购杭州电力40%国有股权，2021年起公司新增电力制造业务。杭州电力注册资本12.19亿元，具有高低压开关设备专业生产资质，是浙江省电力系统规模最大的开关成套设备制造企业之一。杭州电力先后引进国际著名品牌施耐德电气、ABB、西门子和阿海法生产技术，专业从事高低压开关柜、箱式变电站等电力设备的研发、生产、销售和技术服务。目前主要产品有110kV SF6气体绝缘组合电器、110kV隔离开关、中压环网柜、中置式断路器、箱式变电站、低压开关柜和箱类等六大类40余种。

截至2020年底，杭州电力资产总额为70.31亿元，所有者权益合计38.65亿元；2020年，杭州电力实现营业收入43.89亿元，净利润3.29亿元。

6. 投资运营业务

公司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，是杭州市战略新兴产业基金和杭州市创新引领母基金的运作主体，已获取财政注资 20 亿元。公司投资运营业务板块仍处于投入阶段，整体投资规模大，未来投资资金需求可能一定程度推升公司债务规模；投资运营业务现阶段效益尚未显现，未来收益仍存在一定不确定性。

作为杭州市重要的国有资本投资运营公司，公司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。公司投资运营业务主要包括战略性投资业务（即政府类项目）和市场化投资业务（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的投资。投资方向主要涉及数字经济、高端装备制造、生物医药以及其他公司重点关注的产业领域。

公司投资运营业务经营主体包括公司本部、子公司杭州产投及其下属公司杭州国舜股权投资有限公司（以下简称“杭州国舜”）和杭州旅游集团有限公司（以下简称“杭州旅游”）。其中，杭州产投是公司对外投资和市场化运作的主平台，负责开展基金投资以及各类政策性、功能性的直投项目，并与杭州国舜协同，对具有明确退出周期的项目和长期持有的划转入公司本部运营的项目进行投后管理；杭州旅游主要负债文旅类项目的出资运营，投资规模不大。

公司是杭州市战略新兴产业基金和创新引领母基金的运作主体。战略新兴产业基金总规模 300 亿元、首期规模 100 亿元，重点布局数字经济、高端装备制造、生物医药、环保新能源、新材料等战略新兴产业领域。公司通过与各家头部基金与产业龙头合作管理，采用“母基金+直投+子基金管理”方式开展市场

化运作。截至 2021 年 3 月底，杭州资本、杭州产投已代表杭州市政府认缴 30 亿元参与国家集成电路产业基金二期项目、认缴 4 亿元参与国家制造业转型升级基金，积极跟进基金投向，引导项目投资落地杭州。此外，战略新兴产业基金还落地了杭州城市大脑产业基金、浙江省 5G 产业基金、东方嘉富数字经济基金、贝达生物医药基金二期等项目。

此外，公司正牵头组建千亿规模的杭州市创新引领母基金，计划落地首期规模 400 亿元。千亿母基金已落地交银舜晶基金（中欣晶圆项目）、零跑汽车项目、中金凤凰基金、国新区域综改基金、国新人民币海外基金、交银科创基金、网易 IN 杭州项目等。为推进“新制造业计划”，公司正与中金资本等专业头部金融机构就结合各方优势资源、参与母基金组建、管理等工作沟通合作意向，并积极开展比选工作。公司下属杭州产投作为千亿规模杭州市创新引领母基金的主要运作平台，将在 2 年内接收市财政 100 亿元的注资，截至 2021 年 3 月底公司已接收财政注资 20 亿元。

投资运营业务盈利来源主要包括作为股东参与分红、获得基金分配的投资收益，基金清算退出收益等。其中，公司对杭州城市大脑有限公司的股权投资为长期持有，获取分红及投资收益；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，且现阶段投资主要为长期战略性投资，主要投资项目效益尚未充分显现。

截至 2021 年 3 月底，公司重要股权和基金投资情况见下表，公司认缴规模合计 142.39 亿元 34.70 亿元，未来尚需投资金额 107.69 亿元，将根据项目进度逐步分批认缴到位。公司投资运营业务板块仍处于投入阶段，整体投资规模大，未来投资资金需求可能一定程度推升公司债务规模。

表 8 截至 2021 年 3 月底公司重要股权和基金投资情况（单位：亿元）

项目名称	主体	类型	项目简介	公司认缴规模	累计投资金额	尚需投资
国家集成电路产业投资基金二期	杭州产投	战略性	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	30.00	6.01	23.99
国家制造业转型升级基金	杭州产投	战略性	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	4.00	1.00	3.00
杭州城市大脑产业基金	杭州产投	战略性	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	4.00	0.00	4.00
浙江省 5G 产业基金	杭州产投	战略性	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	1.50	0.60	0.90
贝达生物医药基金二期	杭州产投	市场化	依托贝达药业独立完整的研发、注册、生产和销售体系，重点投资于生物医药、创新医疗器械、体外诊断等领域，并优先投资于生物医药高新技术企业	1.00	0.25	0.75
杭州会展新城股权投资有限公司	公司本部	战略性	杭州大会展中心项目设立市级持股平台及区级持股平台，注册资本 30 亿元，股权比例为钱投集团 51%，杭州城投 16.34%，商旅集团 16.33%，公司本部 16.33%	4.90	4.90	0.00
国改立春基金（中欣晶圆项目）	杭州产投	市场化	与临芯投资和富浙基金共同组建杭州国改立春股权投资合伙企业（有限合伙），专项投资杭州中欣晶圆半导体股份有限公司。	1.03	1.03	0.00
杭州电力设备制造有限公司	公司本部	市场化	杭州电力设备公司系国家电网旗下浙江大有集团子企业，是浙江省电力系统规模最大的开关成套设备制造企 业，通过并购持有杭州电力设备 40% 的股权，成为控股股东，该项目是贯彻落实国企改革三年行动计划的重要举措。	17.85	17.85	0.00
芯富微基金（富芯半导体项目）	杭州产投	战略性	与矽芯投资、滨江区国资共同组建杭州芯富微股权投资合伙企业（有限合伙），专项投资杭州富芯半导体有限公司	15.00	1.20	13.80
杭州高新科技创业服务有限公司借款	公司本部	战略性	向杭州高新科技创业服务有限公司提供 5 亿元借款，由其专项用于向杭州芯迈半导体技术有限公司实缴出资	5.00	0.00	5.00
投资项目一	杭州产投	战略性	涉密	4.46	0.00	4.46
投资项目二	杭州产投	战略性	涉密	21.50	0.73	20.77
杭州弘元企业管理咨询合伙企业（旭阳定增项目）	杭州产投	市场化	杭州杭氧经济开发有限公司发起成立杭州弘元企业管理咨询合伙企业（有限合伙），其中：杭氧经开作为普通合伙人，出资 10 万元；杭州产投作为有限合伙人，出资 14000 万元；杭氧股份作为有限合伙人，出资 7000 万元。合伙企业通过收益互换模式，以市场化形式参与中国旭阳集团的港股定增。	1.47	0.00	1.47
零跑科技项目	杭州产投、杭州国舜	战略性	浙江零跑科技有限公司是一家新能源汽车研发、整车制造、销售的企业，目前是杭州第一家新能源汽车造车新势力企业。公司成立于 2015 年，经过多年发展，零跑科技具有自动驾驶、三电系统的自研技术，是新势力造车企业中技术积累雄厚、自研能力强的一员。	10.01	0.00	10.01
中金凤凰基金	杭州产投	市场化	配合浙江省“凤凰行动”计划，重点投资于符合浙江省八大万亿产业规划的优质企业和高新技术领域企业，重点培育和推动前述企业上市	4.00	0.00	4.00
国新区域综改基金	杭州产投	市场化	为贯彻落实国务院国企改革领导小组办公室工作部署，积极参与支持“区域性综合改革试验”，拟成立总规模 50 亿元国企综改基金，通过引入国新的管理体制，实现浙江国企管理提升和机制体制转型	10.00	0.00	10.00
国新人民币海外基金	杭州产投	市场化	坚持国际化、立足浙江、协同长三角区域，采用市场化、专业化运作方式，重点支持浙江省产业转型升级和对外合作及参与全球化发展合作，为构建国内国际双循环发展格局提供支持	1.00	0.00	1.00
交银科创基金	杭州产投、杭州国舜	市场化	为推动杭州市科创及生物医药领域发展，公司本部联合交银国际共同发起设立交银国舜科创系列基金。其中交银国际和公司本部作为基石投资者，由交银国际出资 51.56%，公司本部出资 31.67%；其余由杭州钱塘新区、长兴金控等组成这也将是杭州国舜自主管理的第一支市场化基金。	2.85	0.00	2.85
其他公司认缴规模在 1 亿元以下的市场化投资基金合计				2.82	1.13	1.69
合计				142.39	34.70	107.69

注：表中仅列示公司认缴规模在 1 亿元以上的重要股权、基金投资

资料来源：公司提供

7. 经营效率

2020 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分别为 3.75 次、3.25 次和 0.49 次，同比均有所下降，主要系杭州电力及杭汽轮集团资产、负债及所有者权益于年底纳入合并范围，但损益未在当期报表体现所致。总体看，公司经营效率良好。

表 9 2020 年同行业公司经营效率情况对比

公司全称	应收账款周转率	总资产周转率	存货周转率
云南省工业投资控股集团有限责任公司	4.83	0.29	1.86
广西金融投资集团有限公司	6.19	0.10	119.83
河南投资集团有限公司	5.30	0.19	3.40
平均数	3.67	0.13	40.56
杭州资本	6.14	0.49	3.25

资料来源：Wind

8. 在建项目

公司在建及拟建项目规模较大，且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2021年3月底，公司主要在建及拟建项目均为下属公司杭氧股份空分项目，计划总投资53.06亿元，已投资29.94亿元，尚需投资23.12亿元，且考虑到投资运营业务后续仍需较大投资规模，公司存在较大对外筹资需求。

9. 未来发展

公司未来发展战略清晰，符合公司职能定位。

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，公司计划设立战略新兴产业基金，围绕杭州市重点发展生物医药、信息产业、重大装备制造业等相关产业，采用直投和基金投资“双驱动”模式，重点投向战略新兴产业等实体经济领域，引导产业转型升级，提高国有资本配置效率。

公司将继续推动深化国企改革，通过国有资

产整合，提高存量资产运作活力；稳步推进职业经理人制度，转换企业经营机制；切实履行股东职责，建立科学考核体系；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；加强所属企业收益管理，提高企业盈利能力；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。

十、 财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2020 年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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计。

合并范围调整方面，2020 年，公司合并范围内子公司较 2019 年底共增加 19 家，其中新设增加 16 家。截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 112 家。2021 年一季度合并范围较 2020 年底新设增加 1 家，注销 1 家。整体看，公司合并范围调整主要产生于新设子公司、杭汽轮集团股权划转及杭州电力的合并，对财务数据可比性有较大影响，公司会计政策较为连续。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 522.62 亿元，所有者权益合计为 270.40 亿元（含少数股东权益 107.50 亿元）。2020 年，公司实现营业收入 175.17 亿元，利润总额 20.1 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 567.11 亿元，所有者权益合计为 283.03 亿元（含少数股东权益 112.83 亿元）。2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 66.34 亿元，利润总额 9.18 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着杭汽轮集团和杭州电力纳入合并范围，公司资产规模大幅增长，整体资产质量和流动性好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 522.62

亿元，较上年底增长 162.42%，主要系公司合并范围扩张以及经营规模扩大所致。其中，流动资产占 55.73%，非流动资产占 44.27%，资产构成较均衡。

(1) 流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 291.25 亿元，较上年底大幅增长，主要由货币资金、应收票据、应收账款和存货构成。

截至 2020 年底，公司货币资金为 87.17 亿元，较上年底增长 181.52%，一方面系公司增加借款并发行债券，融资规模增长，另一方面系随着子公司杭汽轮集团纳入合并范围，公司银行存款增加所致。公司货币资金中有 2.98 亿元受限资金，受限资金占货币资金的比例为 3.42%，主要为承兑汇票保证金、履约及买方信贷保证金等，受限比例低。

截至 2020 年底，公司应收票据为 19.04 亿元，较上年底增长 265.70%，主要是公司对下游票据结算增加，银行承兑汇票增长所致。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 40.11 亿元，较上年底增长 136.50%，主要系杭汽轮集团纳入合并范围，汽轮机业务应收账款增加所致。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 39.95%，1~2 年的占 15.44%，2~3 年的占 11.41%，3~5 年的占 13.82%，5 年以上的占 19.38%，账龄长；累计计提坏账准备 16.79 亿元，计提比例为 34.23%，考虑到公司应收账款账龄偏长，坏账计提比例较为合理；前五大客户应收账款占余额的 20.96%，集中度一般。

表 10 截至 2020 年底应收账款余额前五名情况
(单位：亿元、%)

客户名称	账面余额	占比	坏账准备
沈阳透平机械股份有限公司	7.79	13.57	2.76
西安陕鼓动力股份有限公司	2.09	0.06	1.46
国家能源投资集团有限责任公司	1.83	3.19	0.49
国网电商科技有限公司	1.45	2.52	0.00
浙江石油化工有限公司	0.93	1.62	0.13

合计	14.09	20.96	4.84
----	-------	-------	------

注：国家能源投资集团有限责任公司系神华榆林能源化工有限公司、神华物资集团有限公司、国家能源集团宁夏煤业有限责任公司的控股股东，故与上述单位交易产生的应收账款均合并于国家能源投资集团有限责任公司名下

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司预付款项为 16.16 亿元，较上年底增长 28.14%，主要系杭汽轮集团纳入合并范围所致。公司预付款账龄以一年以内（含一年）为主，预付款账面余额前五大单位共计 3.36 亿元，占预付款项的比重为 20.80%，未计提坏账准备。

截至 2020 年底，公司其他应收款为 7.16 亿元，较上年底增长 398.30%，主要是公司经过资产重组，子公司杭汽轮集团纳入合并范围，经营过程中产生的其他应收款增加所致。

截至 2020 年底，公司存货账面价值为 72.48 亿元，较上年底增长 249.16%，一方面系空气分离设备在产品 and 工业气体产品增加，另一方面系杭汽轮集团纳入合并范围所致；公司存货账面余额主要由原材料（占 13.55%）、在产品（占 21.12%）和库存商品（占 61.66%）构成；公司共计提 5.25 亿元的存货跌价准备，计提比例为 6.75%。

(2) 非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产合计 231.37 亿元，较上年底增长 119.38%，主要由其他权益工具投资（占 17.55%）、长期股权投资（占 26.99%）、投资性房地产（占 8.77%）、固定资产（占 25.83%）和在建工程（占 8.43%）构成。

截至 2020 年底，公司其他权益工具投资为 40.60 亿元，主要系新增对杭州银行股份有限公司（以下简称“杭州银行”）的投资 40.56 亿元所致。

截至 2020 年底，公司长期股权投资为 62.44 亿元，较上年底增长 36.21%，主要为公司追加对富浙电路的投资 4.50 亿元和对杭州会展新城股权投资有限公司的投资 2.45 亿元，以及权益法下确认对华东医药、杭州联合银行的投资收益 7.04 亿元。

表 11 截至 2020 年底重要长期股权投资情况
(单位: 亿元)

被投资单位	期末余额	当期追加投资	质押金额
华东医药股份有限公司	24.06	0.00	0.00
杭州联合农村商业银行股份有限公司	23.81	0.00	0.00
浙江富浙集成电路产业发展有限公司	6.01	4.50	0.00
杭州会展新城股权投资有限公司	2.46	2.45	0.00
中国(杭州)青春宝集团有限公司	1.57	0.00	0.00

注: 2020 年 5 月, 公司将华东医药集团股份质押, 并已于 2021 年 4 月解除; 未质押华东医药股份

资料来源: 公司审计报告和提供资料, 联合资信整理

截至 2020 年底, 公司投资性房地产账面价值为 20.29 亿元, 较上年底增长 368.79%, 主要系杭汽轮集团纳入合并范围所致。公司投资性房地产采用成本法计量, 截至 2020 年底由房屋及建筑物 13.21 亿元和土地使用权 7.09 亿元构成。

截至 2020 年底, 公司固定资产为 59.76 亿元, 较上年底增长 41.33%, 主要是公司子公司杭汽轮集团纳入合并报表范围所致。公司固定资产账面价值主要由房屋及建筑物和机器设备构成; 累计计提折旧 51.98 亿元, 固定资产成新率 54.06%, 成新率较低; 累计计提减值准备 0.12 亿元; 受限固定资产 5.91 亿元, 受限比例为 9.89%, 受限比例较低。

截至 2020 年底, 公司在建工程为 19.51 亿元, 较上年底增长 267.56%, 一方面系下属公司杭氧股份新增多个气体空分在建项目, 另一方面随着资产重组, 公司合并范围内新增杭汽轮集团在建项目所致。

截至 2020 年底, 公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计 20.22 亿元, 主要用于抵押获得银行借款及国开发展基金投资款担保, 公司受限资产占期末总资产的比例为 3.87%, 受限比例较低。此外, 公司将持有的杭氧集团 16200 万股股权和华东医药集团 6000 万

股权质押给华润深国投信托有限公司用于质押融资, 质押股权均占公司持有股权的 100.00%, 对应借款金额为 5 亿元, 该借款已于 2020 年 9 月 16 日偿还, 公司于 2021 年 4 月 12 日解除上述股权质押。

表 12 截至 2020 年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	2.98	承兑汇票、履约及买方信贷保证金等
交易性金融资产	0.02	处在禁售期阶段
应收款项融资	0.48	用于开立银行承兑汇票
应收股利	0.44	用于为国开发展基金投资款担保
其他权益工具投资	6.73	用于为国开发展基金投资款担保
固定资产	5.91	用于抵押获得银行借款及为国开发展基金投资款担保及开立保函
无形资产	2.85	用于为国开发展基金投资款担保及开立保函
在建工程	0.82	用于抵押获得银行借款及为国开发展基金投资款担保
合计	20.22	--

资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

截至 2021 年 3 月底, 公司资产总额为 567.11 亿元, 较 2020 年底增长 8.51%, 主要系交易性金融资产和应收账款增长所致; 其中流动资产占 56.69%, 非流动资产占 43.31%, 流动资产占比有所提升。

3. 负债和所有者权益

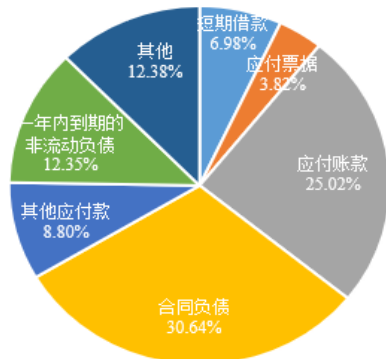
(1) 负债

2020 年以来, 因保持较大的投资力度, 以及随着合并范围的扩张, 公司债务规模快速增长, 债务负担有所加重, 但仍处于适宜水平。

截至 2020 年底, 公司负债总额为 252.22 亿元, 其中流动负债占 72.93%, 非流动负债占 27.07%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底, 公司流动负债为 183.94 亿元, 主要系应付账款和合同负债增长所致。

图1 截至2020年底公司流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司短期借款为12.83亿元，较上年底增长50.97%，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。

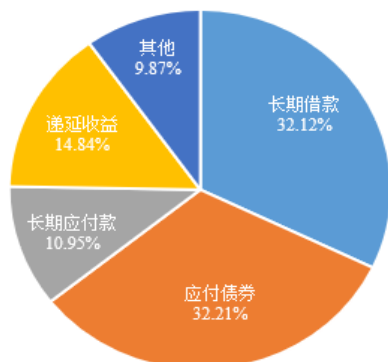
截至2020年底，公司应付账款为46.03亿元，较上年底增长289.23%，主要是新增杭汽轮集团业务所致。

截至2020年底，公司应付票据为7.03亿元，较上年底增长68.09%，主要系子公司杭汽轮集团纳入合并报表范围所致。

截至2020年底，公司一年内到期的非流动负债为22.72亿元，较上年底增长219.68%，主要系“16杭氧MTN001”“16杭氧MTN002”“16杭氧MTN003”“16杭氧MTN004”转入1年内到期的应付债券所致。

截至2020年底，公司非流动负债为68.27亿元，较上年底增长359.33%，主要系公司长期借款和应付债券增长所致。

图2 截至2020年底公司非流动负债构成



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年底，公司长期借款为21.93亿元，较上年底增长286.26%，主要系一方面公司业务规模扩大，资金需求增加，包括抵押借款10.22亿元、保证借款5.60亿元、信用借款6.10亿元和少量长期借款利息，另一方面子公司杭汽轮集团纳入合并范围所致。

截至2020年底，公司应付债券为21.99亿元，较上年底增长330.17%，主要系一方面公司业务规模扩大，资金需求增加，新发行债券“20杭资01”，另一方面子公司杭汽轮集团纳入合并范围所致。

表13 截至2020年底公司应付债券明细

(单位：亿元)

债券简称	到期日	债券余额
20杭资01	2025-5-11	20.00
20浙杭汽轮动力ZR001	2025-6-30	1.99
合计	--	21.99

资料来源：Wind

截至2020年底，公司长期应付款为7.47亿元，较上年底大幅增长，主要系新增杭汽轮石桥路厂区拆迁补偿5.29亿元所致。

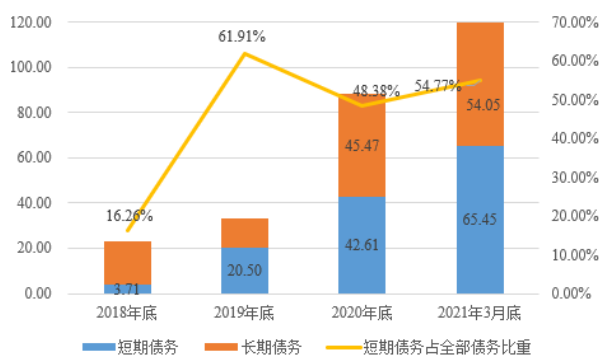
截至2020年底，公司递延收益为10.13亿元，包含搬迁补偿款2.42亿元和政府补助7.72亿元，递延收益较上年底增长184.58%，主要系新增集聚区园区循环化改造示范点示范补助和气体应用研究院建设项目补助等政府补贴。

有息债务方面，截至2020年底，公司全部债务为88.09亿元，较上年底增长166.09%，其中，公司短期债务较上年底增长107.93%，主要系短期借款增长所致；长期债务较上年底增长260.61%，主要系长期借款和应付债券增长所致。债务结构方面，公司短期债务占48.38%，长期债务占51.62%。从债务指标看，2020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48.26%、24.57%和14.40%，分别较上年底上升10.49个百分点、3.49个百分点和5.16个百分点。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额为 284.07 亿元，较上年底增长 12.63%，主要系短期借款增长所致，流动负债占 72.72%，非流动负债占 27.28%，负债结构较上年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务为 119.50 亿元，较上年底增长 35.66%，其中短期债务占

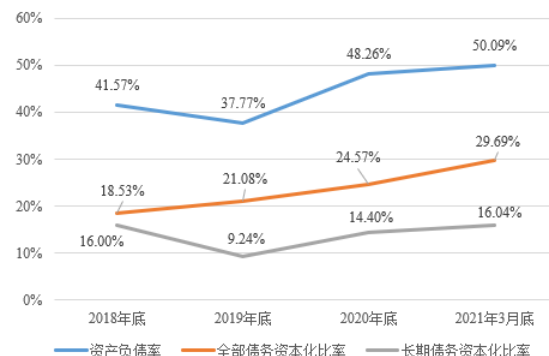
54.77%，长期债务占 45.23%。截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底分别增加 1.83 个百分点、5.12 个百分点和 1.64 个百分点，债务规模和债务负担有所加重。

图 3 2018—2020 年底及 2021 年 3 月底公司债务结构
(单位: 亿元)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 4 2018—2020 年底及 2021 年 3 月底公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(2) 所有者权益

跟踪期内，杭州市国资委对公司进行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。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 270.40 亿元，较上年底增长 118.18%。公司所有者权益中归属于母公司所有者权益合计 162.91 亿元，占所有者权益的 60.25%，主要由实收资本（占 61.39%）、资本公积占（占 25.77%）和未分配利润（占 12.25%）构成。截至 2020 年底，公司实收资本为 100.00 亿元，主要系杭汽轮集团 90% 国有股权划入公司增加实收资本 40.80 亿元；公司资本公积为 41.97 亿元，其中当期因杭汽轮集团划入增加资本公积 21.17 亿元，因热联集团 25.50% 划入增加资本公积 3.25 亿元，因子公司华东医药集团本年度将以前年度收到的拆迁补偿款从其他应付款转入资本公积，增加资本公积 0.01 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益为

283.03 亿元，较 2020 年底增长 4.67%，基本保持稳定，其中归属于母公司所有者权益占 60.13%，少数股东权益占 39.87%。

4. 盈利能力

2020 年，随着经营规模扩大，公司收入规模持续增长，经营性利润保持稳定，但受低毛利率的商贸业务贡献比重上升及杭汽轮集团利润未并表影响，盈利指标有所下滑。公司所持华东医药股权贡献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。

2020 年，公司营业收入为 175.17 亿元，同比增长 43.10%，主要系商贸业务规模增长迅速所致。同期，公司营业利润率为 13.26%，同比下降 3.88 个百分点。

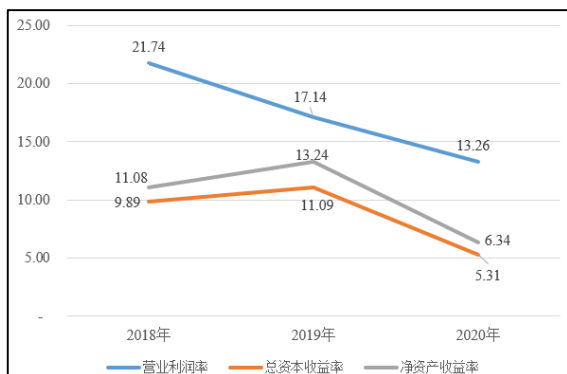
从期间费用看，2020 年，公司期间费用为 10.83 亿元，同比增长 15.96%。构成上，公司期间费用以管理费用和研发费用为主，分别占 53.78% 和 26.76%。2020 年，公司管理费用为

5.82 亿元, 同比增长 24.27%, 主要系杭氧股份职工薪酬增长所致; 公司研发费用为 2.90 亿元, 同比增长 7.63%, 主要系研发人员工资和直接材料费增长所致; 公司财务费用为 0.72 亿元, 同比增长 18.95%, 主要系利息费用增长所致; 公司销售费用为 1.38 亿元, 变化不大。

2020 年, 公司实现投资收益 8.90 亿元, 同比增长 27.08%, 占净利润的比例为 51.87%, 投资收益中按权益法核算的长期股权投资收益为 7.50 亿元, 主要来自华东医药和杭州农村联合商业银行股份有限公司投资收益贡献, 可持续性较强。

2020 年, 公司实现其他收益 0.47 亿元, 同比下降 34.78%, 主要为与科研项目对应的政府补助, 对利润总额贡献较小。同期, 公司发生资产减值损失 0.80 亿元, 其中存货跌价损失和在建工程减值损失分别为 0.28 亿元和 0.25 亿元。

图 5 2018—2020 年公司盈利指标 (单位: %)



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2020 年, 公司利润总额为 20.10 亿元, 同比增长 6.50%。从盈利指标看, 2020 年, 公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 13.26%、5.31%和 6.34%, 同比分别减少 3.88 个百分点、5.78 个百分点和 6.90 个百分点, 由于 2020 年杭汽轮集团和杭州电力资产负债表纳入合并, 但利润表尚未合并, 上述盈利指标有所下降。整体看, 公司盈利能力强。

2021 年 1—3 月, 公司实现营业收入 66.34 亿元, 当期营业利润率为 18.56%, 较上年同比

增加 7.27 个百分点; 实现投资收益 1.70 亿元, 利润总额 9.18 亿元, 同比增长 99.13%。

5. 现金流分析

2020年以来, 公司经营获现保持良好水平, 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, 2020 年, 公司经营活动现金流入量快速增长, 同比增长 40.94%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金为 135.26 亿元, 同比增长 39.21%, 主要系销售收入及回款增加所致; 经营活动现金流出量快速增长, 同比增长 50.76%, 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, 2020 年, 公司经营活动产生的现金流量净额呈净流入状态。从收入实现质量来看, 公司的现金收入比较低。

从投资活动情况来看, 2020 年, 公司投资活动现金流入量为 141.08 亿元, 同比增长 237.16%, 其中收回投资收到的现金为 135.65 亿元, 主要系公司购买的理财产品到期赎回增加所致; 公司购建固定资产、无形资产等支付的现金主要用于购置制氧机板块气体项目的厂房、设备、办公设备等, 2020 年公司投资活动现金流出量为 183.78 亿元, 同比增长 224.92%, 其中取得子公司等支付的现金 20.84 亿元, 主要系收购杭州电力产生的现金流出。综上, 2020 年, 公司投资活动产生的现金净流出规模扩大。

从筹资活动情况来看, 2020 年, 公司筹资活动现金流入量为 133.29 亿元, 同比增长 226.72%, 主要系公司增加借款并发行债券所致; 公司筹资活动现金流出量为 47.99 亿元, 同比增长 192.67%, 主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响, 2020 年, 公司筹资活动产生的现金净流入规模持续扩大。

表 14 2018-2020 年及 2021 年 1-3 月公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1-3 月
经营活动现金流入小计	55.09	101.70	143.34	65.74
经营活动现金流出小计	39.67	87.74	132.28	59.95
经营现金流量净额	15.42	13.96	11.06	5.79
投资活动现金流入小计	47.32	41.84	141.08	19.17
投资活动现金流出小计	51.42	56.56	183.78	38.81
投资活动现金流量净额	-4.10	-14.72	-42.70	-19.65
筹资活动前现金流量净额	11.32	-0.76	-31.64	-13.86
筹资活动现金流入小计	16.07	40.80	133.29	51.76
筹资活动现金流出小计	15.54	16.40	47.99	34.69
筹资活动现金流量净额	0.53	24.40	85.30	17.07
现金收入比	64.28	79.37	77.22	87.05

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

2021年1-3月, 公司经营活动产生的现金流量净额为5.79亿元; 投资活动产生的现金流量净额为-19.65亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为17.07亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内, 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, 公司偿债能力极强。

截至 2020 年底, 公司流动比率和速动比率分别为 158.34%和 118.93%, 经营现金流动负债比同比下降 17.11 个百分点至 6.01。从短期偿债具体指标看, 公司流动资产对流动负债的保障程度仍较强。

从长期偿债指标看, 2020 年, 公司 EBITDA 利息倍数为 13.64 倍, EBITDA 对利息的覆盖程度高; 公司全部债务/EBITDA 为 3.16 倍。整体看, 公司长期债务偿债能力很强。

表 15 2018-2020 年及 2021 年 3 月底公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月底
短期偿债能力指标	流动比率 (%)	172.18	155.23	158.34	155.62
	速动比率 (%)	132.81	120.83	118.93	118.15
	经营现金流动负债比 (%)	30.68	23.12	6.01	--
	现金类资产/短期债务 (倍)	9.92	1.76	2.73	1.96
长期偿债能力指标	EBITDA (亿元)	14.45	25.57	27.83	--
	全部债务/EBITDA (倍)	1.58	1.29	3.16	--
	EBITDA 利息倍数 (倍)	13.39	24.21	13.64	--

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

截至 2021 年 3 月底, 公司合并口径获得银行授信总额合计 559.81 亿元, 其中未使用额度 449.40 亿元, 公司间接融资渠道畅通; 下属杭氧股份和杭汽轮为上市公司, 具备直接融资渠道。

截至 2021 年 3 月底, 公司对外担保余额为 7.73 亿元, 占当期净资产的 2.86%, 对外担保比率低。被担保企业主要为杭州奥体博览中心投资建设有限公司 (以下简称“杭州奥体中心”), 担保事项主要为连带责任保证担保。截至 2021 年 3 月底, 杭州奥体中心总资产 1108033.70 万元, 净资产 461685.40 万元; 2021 年 1-3 月, 杭州奥体中心实现营业收入 0.19 万元, 营业利润-104.51 万元, 若未来被担保人资金周转能力或偿债能力出现问题, 可能导致公司的担保代偿风险。

表 16 截至 2021 年 3 月底公司对外担保情况 (单位: 万元)

担保人	被担保人	担保类型	担保债权到期日	担保余额
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	买方信贷担保	2017.7.19-2021.7.19	1925
杭州汽轮动力集团有限公司	杭州奥体博览中心投资建设有限公司	连带责任保证	2015.7.24-2025.7.24	24867.5
杭州华东医药集团有限公司	杭州奥体博览中心投资建设有限公司	连带责任保证	2015.7.24-2025.7.24	24867.5
杭州杭氧控股有限公司	杭州奥体博览中心投资建设有限公司	连带责任保证	2015.7.24-2025.7.24	24867.5

杭州华东医药集团有限公司	杭州华东医药集团贵州中药发展有限公司	贷款担保	2017.9.29-2022.9.28	742.5
合计	--	--	--	77270.00

资料来源：公司提供

7. 公司本部财务分析

跟踪期内，公司本部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，盈利重要来源于投资收益，公司本部偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司本部资产总额为 180.84 亿元，资产构成以非流动资产为主（占 89.65%）。流动资产合计 18.72 亿元，主要包括货币资金 9.23 亿元和其他流动资产 6.37 亿元；非流动资产合计 162.13 亿元，主要为长期股权投资 161.65 亿元（其中对子公司投资金额为 155.98 亿元，对联营企业投资金额为 5.66 亿元）。截至 2021 年 3 月底，公司本部间接持有的上市公司杭氧股份和华东医药流通市值分别为 141.07 亿元和 101.28 亿元，本部资产质量和流动性良好。

截至 2020 年底，公司本部负债合计 34.85 亿元，主要为应付债券 20.00 亿元；所有者权益合计 145.99 亿元，其中实收资本、资本公积和未分配利润分别为 100.00 亿元、41.96 亿元和 3.51 亿元。截至 2020 年底，公司本部资产负债率为 19.27%，债务负担轻。

2020 年，公司本部实现营业收入为 0.08 亿元，投资收益 0.93 亿元，实现利润总额为 0.51 亿元。

2020 年，公司本部经营活动现金流量净额为 4.57 亿元；投资活动现金流量净额为 -30.68 亿元；筹资活动现金流量净额为 23.15 亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司现金类资产对本年度剩余应到期债券金额的保障能力很强；经营活动现金流入对存续期内债券的保障能力很强。

截至本报告出具日，公司存续期内债券共 3 支，为“20 杭资 01”、“21 杭州国资 SCP002”

和“21 杭州国资 SCP003”，债券余额分别为 20.00 亿元、10.00 亿元和 10.00 亿元。其中，本年度剩余应到期债券金额 20 亿元。截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产为 128.06 亿元，为公司本年度剩余应到期债券金额的 6.40 倍。2020 年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和 EBITDA 分别为 143.34 亿元、11.06 亿元和 27.83 亿元，为公司存续债券未来待偿还本金峰值的 7.17 倍、0.55 倍和 1.39 倍。公司对存续债券保障情况如下表：

表 17 公司存续债券保障情况

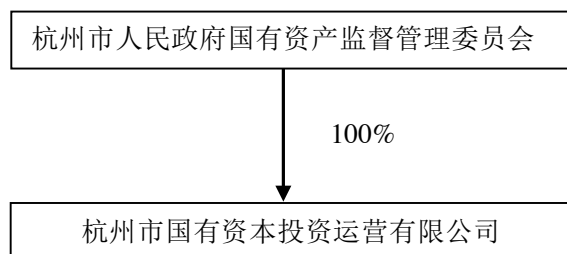
项 目	2020 年
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	20.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	20.00
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额（倍）	6.40
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	7.17
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	0.55
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	1.39

注：1. 本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底）；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用上年度数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

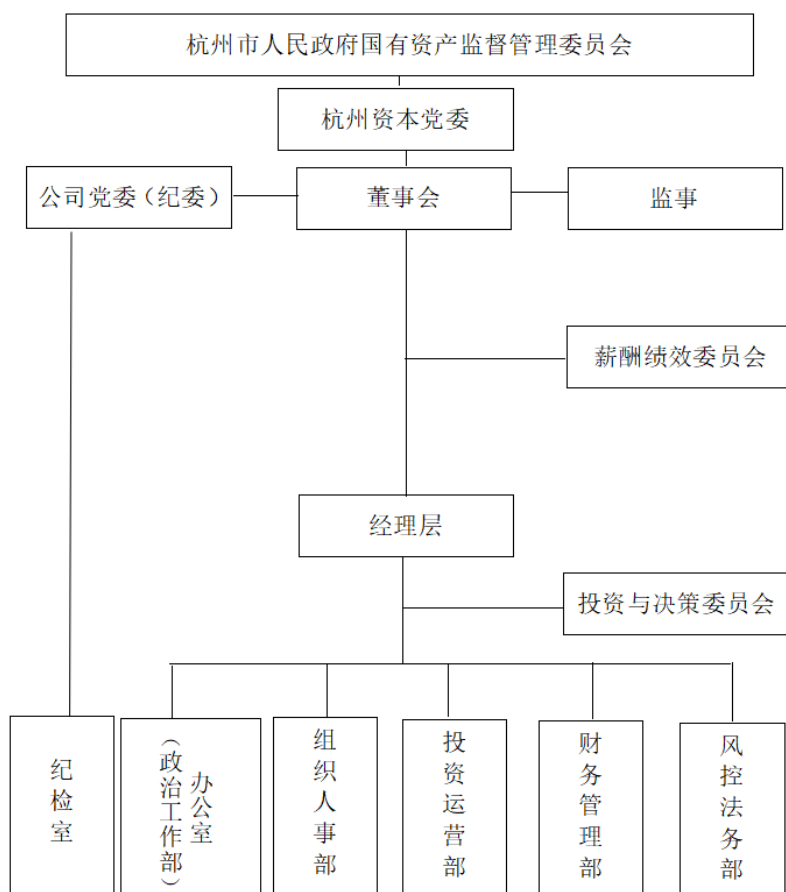
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA⁺，维持“20 杭资 01”的信用等级为 AA⁺，评级展望调整为正面。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司下属重要子公司

序号	企业名称	注册资本 (亿元)	直接持股 比例 (%)	间接持股 比例 (%)	取得方式
1	杭氧集团	1.80	90.00	--	无偿划入
2	华东医药集团	0.60	100.00	--	无偿划入
3	国裕贸易	1.00	51.00	--	设立
4	杭汽轮	8.00	90.00	--	无偿划入
5	杭州电力	12.19	40.00	--	增资扩股
6	杭州城市大脑有限公司	1.00	35.00	--	设立
7	中国杭州青春宝（集团）有限公司	0.80	34.00	--	设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	36.77	36.17	116.44	128.06
资产总额（亿元）	171.57	199.15	522.62	567.11
所有者权益（亿元）	100.24	123.93	270.40	283.03
短期债务（亿元）	3.71	20.50	42.61	65.45
长期债务（亿元）	19.09	12.61	45.47	54.05
全部债务（亿元）	22.80	33.10	88.09	119.50
营业收入（亿元）	82.35	122.41	175.17	66.34
利润总额（亿元）	12.91	18.87	20.10	9.18
EBITDA（亿元）	14.45	25.57	27.83	--
经营性净现金流（亿元）	15.42	13.96	11.06	5.79
财务指标				
销售债权周转次数（次）	2.88	4.56	3.75	--
存货周转次数（次）	3.48	4.93	3.25	--
总资产周转次数（次）	0.52	0.66	0.49	--
现金收入比（%）	64.28	79.37	77.22	87.05
营业利润率（%）	21.74	17.14	13.26	18.56
总资本收益率（%）	9.89	11.09	5.31	--
净资产收益率（%）	11.08	13.24	6.34	--
长期债务资本化比率（%）	16.00	9.24	14.40	16.04
全部债务资本化比率（%）	18.53	21.08	24.57	29.69
资产负债率（%）	41.57	37.77	48.26	50.09
流动比率（%）	172.18	155.23	158.34	155.62
速动比率（%）	132.81	120.83	118.93	118.15
经营现金流动负债比(%)	30.68	23.12	6.01	--
现金短期债务比(倍)	9.92	1.76	2.73	1.96
EBITDA 利息倍数(倍)	13.39	24.21	13.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.58	1.29	3.16	--

注：1. 公司 2018 年数据采用备考财务报表数据；2. 公司 2021 年 1—3 月财务数据未经审计；3. 公司其他应付款、其他流动负债中的有息债务部分已计入短期负债；长期应付款中、其他非流动负债中的有息债务部分已计入长期债务

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	6.32	11.48	9.23	28.29
资产总额（亿元）	8.68	87.22	180.84	198.22
所有者权益（亿元）	8.63	81.56	145.99	145.89
短期债务（亿元）	0.00	5.60	10.50	27.00
长期债务（亿元）	0.00	0.00	20.00	20.00
全部债务（亿元）	0.00	5.60	30.50	47.00
营业收入（亿元）	3.02	6.25	0.08	0.07
利润总额（亿元）	0.10	4.77	0.51	-0.11
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.12	0.18	4.67	3.86
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	0.00	--
现金收入比（%）	--	112.01	25.50	0.00
营业利润率（%）	--	2.03	79.77	100.00
总资本收益率（%）	--	-	-	-
净资产收益率（%）	--	5.81	0.26	--
长期债务资本化比率（%）	--	0.00	12.05	12.06
全部债务资本化比率（%）	--	6.43	17.28	24.37
资产负债率（%）	--	6.49	19.27	26.40
流动比率（%）	--	279.70	126.03	100.12
速动比率（%）	--	279.70	126.03	100.12
经营现金流动负债比(%)	--	3.25	31.47	--
现金短期债务比(倍)	--	2.05	0.88	1.05
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：公司 2018 年数据采用备考财务报表数据；公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计

资料来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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	(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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

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 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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。
2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。