

2021 年第一期杭州市实业投资集团有限公司

公司债券信用评级报告

项目负责人：马蕙桐 htma01@ccxi.com.cn

项目组成员：魏蔓 mwei@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 28 日

声 明

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

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

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

■ 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

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

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

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

信用等级通知书

信评委函字 [2020]3984D 号

杭州市实业投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“2021 年第一期杭州市实业投资集团有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本次公司债券的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

发行要素

发行主体	本次规模	发行期限	偿还方式	发行目的
杭州市实业投资集团有限公司	不超过人民币 15 亿元 (含 15 亿元)	7 年, 附第 5 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权	每年付息一次, 到期一次还本付息	全部用于补充营运资金

评级观点: 中诚信国际评定杭州市实业投资集团有限公司 (以下简称“杭实集团”或公司) 的主体信用等级为 **AAA**, 评级展望为稳定; 评定“2021 年第一期杭州市实业投资集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了杭州市区域经济持续向好发展、公司投资工业企业资产质量良好, 股权投资收益系公司利润重要补充以及货物贸易与产业服务业务得以统筹发展, 成为公司收入的重要来源等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时, 中诚信国际关注到公司主营业务受市场行情影响较大以及公司财务杠杆升高, 面临一定短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

杭实集团 (合并口径)	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产 (亿元)	591.30	557.36	643.49	740.01
所有者权益合计 (亿元)	217.55	174.73	194.91	197.72
总债务 (亿元)	185.39	221.15	234.01	310.01
营业总收入 (亿元)	550.52	1,334.33	1,522.29	370.96
净利润 (亿元)	18.63	23.14	24.28	5.15
EBITDA (亿元)	45.93	54.98	42.43	-
经营活动净现金流 (亿元)	44.22	69.25	3.83	18.24
资产负债率 (%)	63.21	68.65	69.71	73.28
杭实集团 (母公司口径)	2018	2019	2020	2021.Q1
总资产 (亿元)	227.03	234.78	277.25	300.79
所有者权益合计 (亿元)	114.86	115.68	145.68	147.81
总债务 (亿元)	55.40	65.67	92.97	91.71
营业总收入 (亿元)	6.02	5.80	5.68	0.51
净利润 (亿元)	13.60	10.06	13.68	2.17
EBITDA (亿元)	-	23.11	25.22	-
经营活动净现金流 (亿元)	12.77	11.81	2.63	-12.10
资产负债率 (%)	49.41	50.73	47.45	50.86

注: 1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理; 2、将公司计入其他流动负债、其他应付款中的有息负债部分调整至短期债务, 将长期应付款科目中有息负债部分调整至长期债务。

正面

- **区域经济持续向好发展。**2020 年以来, 杭州市经济结构持续优化, 经济发展质量和效益不断提高, 为公司的业务发展提供了良好的外部环境。
- **工业企业资产质量良好, 股权投资收益系公司利润重要补充。**作为杭州市国有资产运营的重要载体, 公司管理杭州市化工及

同行业比较

2020 年部分同区域企业主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
杭金投集团	719.45	261.75	63.62	262.53	19.75	1.24
杭实集团	643.49	194.91	69.71	1,522.29	24.28	3.83

注: “杭金投集团”为“杭州市金融投资集团有限公司”简称。

资料来源: 中诚信国际整理

轻工类工业企业, 地位突出; 持股企业资产质量优良, 所贡献投资收益保持一定规模, 系公司利润重要补充。

- **随着热联集团和杭实国贸的合并整合, 公司货物贸易与产业服务业务得以统筹发展。**2020 年, 热联集团变为公司一级子公司并将杭实国贸纳入合并报表范围, 货物贸易与产业服务业务得以统筹发展, 或将进一步扩大公司该业务规模。

关注

- **主营业务受市场行情影响较大。**自 2019 年 3 月起, 热联集团纳入公司合并范围后, 货物贸易与产业服务和家电等其他商品销售收入成为公司营业收入主要来源, 主营业务板块受市场行情、贸易政策以及汇率波动等影响较大, 中诚信国际将对公司重点板块运营和盈利情况保持关注。
- **财务杠杆升高, 面临一定短期偿债压力。**货物贸易与产业服务的业务性质及合并范围的调整等使得公司短期债务规模快速增长, 财务杠杆升高。截至 2021 年 3 月末, 公司资产负债率增至 73.28%。同期末, 短期债务规模增至 262.28 亿元, 货币资金/短期债务为 0.44 倍, 公司面临一定短期偿债压力。

评级展望

中诚信国际认为, 杭州市实业投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级下调因素。**受行业影响, 大宗商品价格超预期下行, 大幅侵蚀利润水平; 公司地位下降, 致使股东及相关各方支持意愿减弱等; 公司的财务指标出现明显恶化, 再融资环境恶化, 备用流动性减少等。

发行主体概况

公司系在杭州化工控股（集团）有限公司、杭州市轻工控股（集团）有限公司、杭州市医药管理局、杭州市纺织化纤工业公司、杭州市机械电子控股（集团）有限公司、杭州市丝绸控股（集团）有限公司、杭州市建材冶金控股（集团）有限公司、杭州市二轻控股（集团）有限公司等 8 家杭州市市属企事业单位基础上组建的国有独资公司，成立于 2001 年 11 月。初始注册资本为 10 亿元，2013 年，经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”）同意，公司以资本公积和未分配利润转增实收资本，转增后的注册资本（实收资本）增至 30 亿元；根据市国资委简复[2019]第 17 号，杭州市国资委同意以 2018 年 12 月 31 日为基准日，从公司未分配利润中转出 30 亿元用于增加注册资本。根据《浙江省财政厅关于划转部分国有股权充实社保基金方案的复函》浙财函[2018]575 号，浙江省财务开发公司无偿受让公司 10% 股权¹，并于 2019 年 12 月 10 日完成工商变更，自此，公司性质由国有独资变更为国有控股。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本和实收资本均为 60.00 亿元，控股股东和实际控制人均为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”）。

公司作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体，主要管理杭州市化工、轻工和纺织等工业企业。同时，公司利用下属企业搬迁的契机承担部分搬迁企业土地开发业务。近年来，随着国企改革的推进，公司业务拓展至货物贸易产业服务和股权投资等领域，业务趋于多元化。

表 1：公司主要子公司

全称	持股比例
杭州橡胶集团有限公司	100.00%
杭州金鱼电器集团有限公司	100.00%
杭州市工业企业投资发展有限公司	100.00%
杭州杭实热联投资股份有限公司	51.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次债券概况

本次公司债券发行总规模不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元），发行期限为 7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。募集资金用途为全部用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性

¹ 根据杭州市国资委下发的杭国资[2019]6 号文件，以 2017 年 12 月

31 日为基准日，将其持有的 10% 国有股权按照经审计后的账面值划转给浙江省财务开发公司持有。

稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的

复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

区域经济环境

杭州市经济实力在全国大中城市中排名靠前，在浙江省城市中 GDP 排名第一，整个区域经济环境良好，财政实力也随着经济的增长呈现良性增长态势

杭州市作为浙江省省会，是杭州都市圈核心城市，也是国务院批复确定的浙江省经济、文化、科教中心、长江三角洲中心城市之一。截至 2020 年末，全市下辖 10 个区、1 个县级市、2 个县，全市土地面积 16,850 平方千米，常住人口 1,193.6 万人。

杭州市经济实力始终属于全国前列，是中国经济最发达的地区之一。近年来，杭州市经济总体保持稳中有增的发展态势，经济实力不断增强。2018~2020 年全年地区生产总值分别为 13,509 亿元、15,373 亿元和 16,106 亿元，比上年分别增长 6.7%、6.8%和 3.0%。从三次产业情况来看，2020 年杭州市第一产业增加值 326 亿元，下降 1.1%；第二产业增加值 4,821 亿元，增长 2.3%；第三产业增加值 10,959 亿元，增长 5.0%。三次产业结构由 2.1:31.4:66.5 调整为 2.0:29.9:68.1。杭州市数字经济活跃、民营经济活力持续增强，2020 年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占 GDP 的 35.5%，数字经济核心产业增加值 4,290 亿元，增长 13.3%，高于 GDP 增速 9.4 个百分点，占 GDP 的 26.6%。全年民营经济增加值 9855 亿元，占 GDP 的 61.2%，比上年提高 0.2 个百分点。

固定资产投资方面，2017~2018 年全市固定资产投资分别为 5,857 亿元和 6,489 亿元，同比增长率分别为 1.4%和 10.8%。2019~2020 年固定资产投

资分别增长 11.6%和 6.8%，其中 2020 年基础设施投资增长 7.7%，交通投资增长 6.6%。从产业投向看，第二产业投资增长 6.2%，其中工业投资增长 6.9%；第三产业投资增长 6.8%。高新技术产业投资增长 10.0%。全年房地产开发投资增长 5.3%，其中住宅投资增长 0.8%。年末房屋施工面积 13,310 万平方米，增长 11.0%；新开工面积 3,543 万平方米，增长 45.5%；竣工面积 1,799 万平方米，增长 4.1%。商品房销售面积 1699 万平方米，增长 12.3%；商品房销售额 4595 亿元，增长 17.1%。

2020 年工业增加值 4,221 亿元，增长 2.6%，其中规模以上工业增加值 3,634 亿元，增长 3.8%。八大高耗能行业增加值占比 20.4%，占比下降 3.2 个百分点。17 个传统制造业增加值下降 3.1%。规模以上工业销售产值 14,309 亿元，下降 0.6%，其中，出口交货值 1,874 亿元，下降 2.5%。新产品产值率 38.8%，工业产品产销率为 98.6%。集成电路、工业机器人、光缆等列入国家“三新”统计的产品产量分别增长 62.7%、45.4%和 32.1%。

2020 年金融业增加值 2,038 亿元，增长 10.6%。2020 年末金融机构本外币存款余额 54,246.5 亿元，增长 19.8%；贷款余额 49,799.3 亿元，增长 17.9%。年末上市公司 218 家，其中境内上市 161 家；全年新增上市公司 28 家，IPO 融资 509.1 亿元，增长 213.6%。年末中小板上市公司 34 家，创业板上市公司 46 家。

财政收入方面，随着经济增长以及经济结构的持续调整，杭州市财政实力逐步增强，2018~2020 年全市一般公共预算收入分别为 1,825.06 亿元、1,966.00 亿元和 2,093.39 亿元。税收收入是一般公共预算收入的主要来源，同期税收收入分别为 1,651.21 亿元、1,791.20 亿元和 1,978.6 亿元，税收收入占比分别为 90.47%、91.1%和 94.5%。政府性基金收入方面，2018~2020 年，杭州市实现政府性基金收入分别为 1,363.70 亿元、1,283.95 亿元和 1,400.66 亿元。

财政支出方面，近年来杭州市财政支出呈逐年

上涨趋势，2018~2020 年，杭州市一般公共预算支出分别为 1,717.08 亿元、1,952.90 亿元和 2,069.66 亿元。2020 年全市一般公共预算支出比上年增长 6.5%，其中民生支出 1583.6 亿元，占一般公共预算支出的 76.5%。2018~2020 年，杭州市政府性基金支出分别为 951.98 亿元、976.44 亿元和 914.31 亿元。从收支平衡来看，2018~2020 年杭州市财政平衡率分别为 106.29%、100.67%和 104.53%，近年来杭州市财政平衡率处于较高水平，财政自给能力较强。

表 2：杭州市 2018~2020 年主要财政收支指标（亿元）

项目	2018	2019	2020
一般公共预算收入	1,825.06	1,965.97	2,093.39
其中：税收收入	1,651.21	1,791.20	1,978.6
政府性基金收入	1,363.70	1,283.95	1,400.66
一般公共预算支出	1,717.08	1,952.90	2,069.66
政府性基金支出	951.98	976.44	914.31
财政平衡率	106.29%	100.67%	104.53%

注：政府性基金收支数据为市本级数据

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

业务运营

公司下属企业覆盖机械、货物贸易与产业服务、电子信息、轻工、化工、医药、纺织、丝绸、资产管理等行业，呈现行业跨度大、控股子公司数量较多的特点。随着业务多元化拓展和规模的不断扩大，近年来公司收入规模逐年增长，2018~2020 年，公司实现营业收入分别为 550.52 亿元、1,334.33 亿元和 1,522.29 亿元，其中 2020 年货物贸易与产业服务业务收入占当期营业收入的比重为 93.46%。2021 年 1~3 月，公司实现营业收入 370.96 亿元。

表 3：近年来公司营业收入构成情况(亿元、%)

营业收入	2018	2019	2020	2021.3
轮胎等橡胶制品	267.44	209.34	-	-
家电等其他商品	53.36	42.12	39.42	11.46
货物贸易与产业服务	217.99	1,040.74	1,422.80	357.17
房地产开发	3.87	22.28	18.34	0.33
其他	7.85	19.84	41.93	2.00
合计	550.52	1,334.33	1,522.29	370.96
占比	2018	2019	2020	2021.3
轮胎等橡胶制品	48.58	15.69	-	-

家电等其他商品	9.69	3.16	2.59	3.09
货物贸易与产业服务	39.60	78.00	93.46	96.28
房地产开发	0.70	1.67	1.20	0.09
其他	1.43	1.49	2.74	0.54
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

2019年10月起中策橡胶不再纳入公司合并报表范围，但公司对中策橡胶持股比例不变，未来仍可获得一定投资收益

公司轮胎制造业务经营实体为全资子公司杭州橡胶集团有限公司（以下简称“杭橡集团”），其下属从事轮胎及橡胶制品生产的工业企业主要为中策橡胶。截至2018年末，杭橡集团对中策橡胶持股25%、杭州市金融投资集团有限公司（以下简称“杭金投集团”）对其持股15%、中国轮胎企业有限公司和联合体分别对其持股21.1996%和38.8004%。为保持对中策橡胶的实际控制，杭橡集团与杭金投集团于2014年签订了《股东一致行动人协议》，联合体承诺不得与其他股东形成一致行动人，杭橡集团保有中策橡胶40%股东表决权 and 相对控股权，中策橡胶纳入杭橡集团合并报表范围。2019年6月6日，公司发布了《杭州市实业投资集团有限公司关于子公司控制权变更的提示性公告》（以下简称“《公告1》”）。《公告1》披露，中策橡胶的8名股东与杭州中策海潮企业管理有限公司（以下简称“中策海潮”）和上海彤中企业管理有限公司签署了《支付现金购买资产意向协议》。根据《支付现金购买资产意向协议》，若交易完成后，中策海潮将受让中策橡胶合计46.9489%股权并成为中策橡胶第一大股东，中策橡

胶将由中策海潮合并报表，公司持有的中策橡胶的股权比例不变，但不再合并其会计报表，公司对中策橡胶的长期股权投资将改按权益法核算。2019年11月5日，公司发布《杭州市实业投资集团有限公司关于子公司控制权变更完成工商变更登记的公告》（以下简称“《公告2》”）。根据《公告2》，中策橡胶控制权发生变更，中策海潮成为中策橡胶第一大股东，并于2019年10月21日完成相关工商变更登记，故自2019年10月起，公司将不再合并中策橡胶的会计报表。

2018~2019年，公司分别实现轮胎等橡胶制品收入267.44亿元和209.34亿元。2020年，公司实现对中策橡胶的投资收益4.72亿元。

行业竞争激烈致使公司家电产品产销量持续承压，2020年受新冠肺炎疫情影响，公司家电产品销售量和销售收入均略有下降，中诚信国际将持续关注公司家电业务未来发展情况

公司家电制造业务主要经营实体为杭州金鱼电器集团有限公司（以下简称“金鱼集团”），金鱼集团是一家以生产、销售家用洗衣机为主，兼营其他家电产品的综合性大型国有企业，其家电销售收入主要来源于洗衣机产品销售。金鱼集团洗衣机产品主要包括全自动波轮洗衣机、全自动滚筒洗衣机、双筒洗衣机和迷你洗衣机等。

生产情况来看，2018~2020年金鱼集团分别生产各类洗衣机293.59万台、251.54万台和238.83万台；销售情况来看，同期金鱼集团分别销售各类洗衣机295.08万台、251.89万台和246.73万台。

表4：2018~2020年及2021年1~3月金鱼集团主要洗衣机产销量情况（万台）

产品	2018		2019		2020		2021.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
全自动波轮	206.06	206.23	180.26	180.61	162.54	169.77	49.16	48.88
全自动滚筒	83.35	84.48	66.63	66.63	68.9	69.39	15.03	16.25
双筒洗衣机	1.25	1.41	1.00	1.00	0.91	0.95	0.37	0.31
迷你洗衣机及其他	2.93	2.96	3.65	3.65	6.48	6.62	1.49	1.22
合计	293.59	295.08	251.54	251.89	238.83	246.73	66.05	66.66

资料来源：公司提供

金鱼集团旗下主要在售品牌为中日合资品牌

“松下”家电²和自主品牌“金松”家电，近年来，

² 金鱼集团参股公司杭州松下家用电器有限公司（金鱼集团对其持股比

例为49%）为中日合资企业，系松下电器海外最大的洗衣机生产基地，

公司自主品牌“金松”约占公司洗衣机产销总量 5%，而“松下”品牌占比约 95%。销售模式和市场分布来看，公司主要采用代理和直销两种模式进行销售，“松下”品牌约 20%外销，主要出口到日本，少数销往香港、东南亚等市场；其余 80%左右的“松下”品牌和“金松”品牌产品主要针对省会城市、直辖市及地级市等一、二级市场销售。为顺应市场变化，近年来，公司亦积极拓展电商业务，并开设优选智慧家居家电解决方案平台——悦享家，开辟线上多元化营销模式。为开拓线上销售系统，通过价格竞争开拓市场，公司于 2020 年推出了战略波轮洗衣机。

上下游客户情况来看，公司主要供应商包括福然德股份有限公司和杭州松下家用电器有限公司等，2020 年公司从前五大供应商采购的金额为 3.30 亿元，占当年家电业务采购成本的 12.79%。下游客户方面，2020 年，公司主要的下游客户包括杭州松下家用电器有限公司、北京京东世纪贸易有限公司和苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心等，前五大客户贡献收入总额为 13.92 亿元，占同期家电板块收入的 40.55%。结算方式来看，公司与原材料供应商主要通过支票、承兑汇票和电汇等方式进行结算，其主要原材料供用商的账期约为 3 个月；公司与下游客户主要通过支票和承兑汇票等方式进行结算，主要客户账期约为 1 个月，应收账款回收情况良好。

研发方面来看，金鱼集团近年来持续加大研发力度，主要的研发项目包括洗衣机生产线自动化水平提升技术改造项目、多元化机器换人自动化技术改造项目、洗衣机部品加工设备自动化技术改造项目 and 基于互联网的家用电器个性化定制项目等，总投入近 3 亿元。2020 年公司推出了热棒干衣机，其中最高端的一款具有护理功能。公司计划于 2021 年推出手洗洗衣机，可以和目前公司在市场上销售的滚筒洗衣机配套使用。

以生产销售“松下”牌洗衣机为主，年洗衣机生产能力达 500 万台，系金鱼集团主要的供货商和下游客户之一。

2019 年，热联集团并入公司合并范围，使得货物贸易与产业服务业务收入大幅增长

公司货物贸易与产业服务业务主要由杭州热联集团股份有限公司（以下简称“热联集团”）及其下属子公司杭实国贸投资（杭州）有限公司（以下简称“杭实国贸”）负责。

2019 年 4 月 8 日，公司发布了《杭州市实业投资集团有限公司重大资产重组的公告》（以下简称“《重大资产重组公告》”），《重大资产重组公告》披露，根据杭州市国资委对市属国有企业统一规划布局，拟采用分步实施的方式，先后将杭州汽轮动力集团有限公司（以下简称“杭汽轮集团”）直接持有的杭州汽轮投资股份有限公司（以下简称“汽轮投资”）³51%股权及杭汽轮集团直接持有的杭州热联集团股份有限公司（以下简称“热联集团”）25.5%股权无偿划转至杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“杭州资本”），然后杭州资本将汽轮投资 51%股权协议转让给公司，转让后汽轮投资和其子公司热联集团将纳入公司的合并范围（汽轮投资持有热联集团 50%股份，热联集团为汽轮投资控股子公司）。公司与杭州资本于 2019 年 2 月 15 日签订股权转让协议，协议转让杭州资本持有的汽轮投资 51%的股权，股权转让价款为 63,599,785.93 元，划转基准日定于 2018 年 12 月 31 日。相关工商变更手续已于 2019 年 2 月底完成，2019 年 3 月热联集团并入公司合并范围内。自此，热联集团成为公司货物贸易与产业服务业务最重要的运营主体之一。

2020 年 6 月 30 日，公司与热联集团签订《股权转让协议》，公司以 54,619.7454 万元转让杭实国贸 51%股权，股权转让后，热联集团持有杭实国贸 100.00%股权，杭实国贸仍纳入公司合并范围内。

2020 年 9 月 11 日，根据杭州市人民政府国有资产监督管理委员会（市国资委简复[2020]第 27 号），同意公司以 2019 年 12 月 31 日为基准日，受让杭

³ 汽轮投资于 2019 年 9 月 27 日更名为“杭州杭实热联投资股份有限公司”。

州资本持有杭州热联集团股份有限公司（以下简称热联集团）25.5%股权，受让价格 32,682.87 万元，杭州资本持有热联集团 25.5%股权享有的 2020 年 6 月 30 日未分配利润，由热联集团按照分红决议支付给杭州汽轮动力集团有限公司，2020 年 9 月 15 日，公司与杭州资本签订上述股权转让协议。2020 年 9 月 24 日，热联集团召开的关于热联集团增资的议案，就本次增资，国有股东杭州杭实热联投资股份有限公司及全体非国有股东依法向公司与景宁联誉贸易有限公司让渡增资权。增资权让渡后，公司就本次增资享有 51.00%增资权，非国有主体景宁联誉贸易有限公司就本次增资享有 49.00%增资权。本次增资作价根据 2020 年 6 月 30 日经审计的归属于母公司股东的每股净资产并结合分红因素后确定，杭州杭实热联投资股份有限公司于此次增资行为后对热联集团的持股比例被动稀释为 15.1714%。增资行为于 2020 年 12 月底完成，热联集团变为公司一级子公司，杭州杭实热联投资股份有限公司自 2021 年 1 月起，不再将热联集团纳入合并财务报表范围。截至目前，公司对热联集团的持股比例为 58.434%（其中直接持股 43.2626%，间接持股 15.1714%）。

热联集团（包括杭实国贸）主要贸易品种包括

表 5：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司主要贸易产品进货销售情况（万吨）

品种	2018		2019		2020		2021.Q1	
	进货量	销售量	进货量	销售量	进货量	销售量	进货量	销售量
钢材类	1,388.09	1,771.63	1,299.35	1,625.44	2,041.17	1,988.27	204.17	608.92
原料类	1,544.05	2,966.35	1,274.39	1,971.06	907.59	1,380.71	129.25	300.50
有色金属类	23.48	32.95	55.03	61.35	56.69	59.57	10.83	12.46
化工类	220.23	203.14	395.66	390.38	666.37	677.84	323.28	174.67
焦煤类	436.47	470.26	368.38	348.32	601.58	636.03	28.94	32.39
农产品	77.53	65.58	153.82	141.25	252.60	251.70	53.56	48.11
石油类	4.00	1.00	12.92	16.01	380.54	342.71	48.78	53.96
合计	3,693.84	5,510.90	3,559.54	4,553.81	4,906.53	5,336.82	798.82	1,231.01

资料来源：公司提供

表 6：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司主要贸易产品收入成本情况（亿元）

品种	2018		2019		2020		2021.Q1	
	收入	成本	收入	成本	收入	成本	收入	成本
钢材类	641.55	627.23	557.33	544.02	664.91	645.44	265.23	268.82
原料类	134.80	127.45	110.04	105.41	64.00	67.14	25.73	26.37
有色金属类	159.92	159.61	199.73	201.40	208.00	208.77	58.54	54.98

4 背对背模式即销售合同和采购合同的签订时间基本一致，签订销售合同时，基本已确定了采购企业及购货成本。货物一般由供货商舱底交货

钢材、原料（包括铁矿石、焦煤等）及有色金属等，业务覆盖全球 15 个国家和地区。截至 2020 年末，热联集团的网点建设遍布境内 27 个城市及海外 15 个国家与地区，在全球钢铁贸易行业，“热联”品牌具有较高知名度和较好商业信誉。业务模式方面，钢材以内贸为主，主要采取基差贸易和背对背⁴等的业务模式。原料类产品以矿砂为主，贸易类型包括进口、转口和内贸，原料主要从矿山公司采购，部分向贸易商采购。有色金属贸易品种以铜、镍为主，业务类型包括进口、转口和内贸，主要从国外冶炼厂和贸易商采购，进口主要为采取 CIF 或保税区仓库交货方式、转口包括韩云提单或者境外 LME 注册库仓单交易。

2020 年公司货物贸易与产业服务销售收入为 1,422.80 亿元，较上年增长 36.71%。2018~2020 年，公司主要贸易产品进货量分别为 3,693.84 万吨、3,559.54 万吨和 4,906.53 万吨；同期销售量分别为 5,510.90 万吨、4,553.81 万吨和 5,336.82 万吨。进货成本与销售收入方面，2018~2020 年，公司主要贸易产品进货成本分别为 1,084.63 亿元、1,111.10 亿元和 1,377.54 亿元；同期，销售收入分别为 1,108.55 亿元、1,131.96 亿元和 1,406.00 亿元。

的方式，实物不入库。背对背模式的，在钢材出口业务占全部出口业务总量的 90%以上。

化工类	117.66	117.51	193.78	192.41	270.50	258.74	93.53	87.70
焦煤类	37.07	35.96	11.75	10.97	34.34	30.21	3.03	2.67
农产品	17.51	16.81	53.63	51.20	98.35	94.58	24.65	21.90
石油类	0.04	0.05	5.70	5.68	65.90	72.66	15.15	13.71
合计	1,108.55	1,084.63	1,131.96	1,111.10	1,406.00	1,377.54	485.86	476.15

资料来源：公司提供

供应商方面，2020 年公司货物贸易与产业服务业务前五名供应商合计采购金额占当年采购总成本的比重约为 1.98%，供应商集中度较低。下游客户方面，2020 年公司货物贸易与产业服务业务前五名销售对象合计销售收入占同期总收入的比重约为 7.46%，客户集中度较低。结算方式来看，热联集团和上下游客户均主要采用承兑汇票、信用证、电汇等结算方式，并在价格风险、预付款风险、库存及物流风险等方面建立完善的风险控制机制。

公司开发土地地理位置较好，能为公司带来一定的土地出让收益，但受土地出让进度影响，中诚信国际将持续关注未来还款情况

公司利用下属企业搬迁的契机承担部分搬迁企业土地开发业务。根据中共杭州市委办公厅 2009 年 7 月 15 日市委机要[2009]33 号《关于工业发展有关问题的会议纪要》表述：杭州邦特油墨股份合作公司、杭州永明树脂化学有限公司、杭州化学试剂有限公司、杭州红绿生源保健品有限公司、杭州新华集团有限公司扬伦分厂地块由市工投集团（即公司）负责做地，企业搬迁补偿按土地出让收益的 45%包干。

截至 2021 年 3 月末，公司已完成土地一级开发毛地面积约 1,932 亩，在开发面积约为 125.7 亩；

公司开发后的地由土储中心通过招拍挂方式对外出让，截至 2021 年 3 月末，已经完成出让 1,131 亩，已出让土地主要为住宅及商业用地性质，平均出让价格约 1,977 万元/亩。截至 2021 年 3 月末，公司累计获得土地出让返还款 93.61 亿元，其中 2018~2020 年分别为 12.43 亿元、3.11 亿元和 0.49 亿元，2019 年和 2020 年收入返还款较少主要系出让进度等影响所致。

截至 2021 年 3 月末，公司待出让的地块包括蓝孔雀化纤股份有限公司地块、庆隆单元 C2-10 地块、R21-08 地块等共 8 块，计划总投资 101.97 亿元，已投资 80.63 亿元。

2017 年 5 月，公司与杭州市拱墅区城中村改造工程指挥部签订《华丰区块整体开发合作协议书》，合作开展华丰区块内的全部征地拆迁、配套建设、回迁安置和土地整理工作，华丰区块用地面积约为 568.95 亩，预计总投资 122.32 亿元，主要系住宅及商业用地。华丰区块整体开发的所有资金支出，根据工作时序由双方各自承担 50%及时投入到位，华丰区块内经营性用地出让金返还作为整体开发收益，扣除开发成本后双方各负盈亏 50%。截至 2021 年 3 月末，华丰区开发任务中公司承担的部分已完成投资 43.29 亿元，该区块暂无土地出让。

表 7：截至 2021 年 3 月末公司待出让土地一级开发明细（万平方米、亿元）

地块名称	面积	计划总投资	已完成投资	预计招拍挂时间
蓝孔雀化纤股份有限公司地块（9 宗用地）	20.68	22.89	22.24	大部分出让，剩余一块商业地块已储备
庆隆单元 C2-10 地块、R21-08 地块	3.92	2.56	3.18	已储备
运河新城（拱墅区范围）B-R21-15 地块	4.38	2.47	2.58	已置换
庆隆小河单元 GS0304-R21-02	2.78	5.02	3.63	未出让
庆隆单元 GS0305-A1/R22-14、GS0305-B1/B2-17	1.81	0.82	1.00	未出让
西溪单元 FG09-C2-08 地块	1.47	1.03	1.31	未出让
祥符单元 GS0907-01、GS0907-05、GS0907-06 地块	3.05	6.02	3.40	未出让
华丰区块	60.92	61.16	43.29	未出让
合计	99.01	101.97	80.63	--

注：1、表内数据根据企业最新提供数据整理，土地面积为净地面积；2、已储备指完成做地待出让；3、运河新城（拱墅区范围）B-R21-15 地块已由拱墅区按公司投资的成本价格结算收回，公司投资已全额收回。

资料来源：公司提供

公司房地产业务由杭州弘筑置业有限公司（以下简称“弘筑置业”）负责，拥有暂定房地产三级开发资质。

根据《关于无偿划转杭州新天地集团有限公司部分国有股权的通知》（杭国资改[2019]145号）、杭国资[2020]78号和《股权无偿划转协议》，公司按账面价值 706,629,000.00 元将持有的杭州新天地集团有限公司（以下简称“新天地集团”）的 10%股权无偿划转至杭州市运河综合保护开发建设集团有限公司（以下简称“运河集团”），尚余 5%股权拟在 2021 年划转。公司实际分别在 2020 年 1 月和 2020 年 9 月分别各完成对新天地集团 5%股权的划转。根据杭州市国资委对公司未来的战略定位，除现存少量房地产项目外，公司不再从事房地产开发业务。

公司房地产开发项目为杭州弘筑置业有限公司的天城府 I、II 期项目，其中，天城府 I 期项目的总投资 12.52 亿元，已投资 12.17 亿元，可售面积 5.19 万平方米；天城府 II 期项目的总投资 28.48 亿元，已投资 29.04 亿元，可售面积 13.19 万平方米，截至目前已基本销售完毕。2018~2020 年，公司房地产开发收入分别为 3.87 亿元、22.28 亿元和 18.34 亿元，其中受天城府 II 期交付影响，2019 年和 2020 年的房地产开发收入规模较大。

公司系杭州市国有资产运营的重要主体，公司持股企业资产质量较优，股权投资收益系公司利润重要补充，但制造业投资标的盈利及分红情况易受宏观经济及行业影响，存在一定不确定性；同时，公司为拓展产业布局，强化国有资产管理职责，大力发展基金投资以及资产管理业务，为公司打造产商融国际化投资平台提供了良好基础

股权投资业务

作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体，公司主要管理和投资杭州市化工、轻工和纺织等工业企业，随着股权投资业务的开展，公司持有一定规模的优质股权，以工业企业为主。2018~2020 年，公司分别获得投资收益 16.93 亿元、25.24 亿元和 32.02 亿元。

截至 2020 年末，公司纳入长期股权投资的重点参股企业 8 家，主要为制造业企业，和公司主要管理杭州市化工、轻工、纺织、轮胎橡胶等工业企业的历史沿革及资本营运平台功能定位较为契合，上述参股公司账面价值合计 52.69 亿元，并对公司持续贡献一定规模投资收益，2020 年投资收益为 10.21 亿元。

表 8：截至 2020 年末公司重点投资企业持股及投资收益情况

企业名称	业务类型	账面价值 (亿元)	持股比例 (%)	投资收益 (亿元)		
				2018	2019	2020
杭华油墨股份有限公司	制造业	3.75	37.50	0.33	0.45	0.55
杭叉集团股份有限公司	制造业	7.02	20.10	1.10	1.30	1.68
财通基金管理有限公司	金融业	4.14	30.00	-0.07	0.21	0.39
杭州松下家用电器有限公司	制造业	4.68	49.00	0.84	0.57	0.69
杭州热电集团股份有限公司	制造业	2.48	22.50	0.34	0.46	0.52
杭州锅炉集团股份有限公司	制造业	4.11	13.59	0.33	0.50	0.70
杭州电化集团有限公司	制造业	1.69	28.45	0.82	0.88	0.96
中策橡胶集团有限公司	制造业	24.82	25.00	-	2.77	4.72
合计	--	52.69	--	3.69	7.14	10.21

注：“中策橡胶”为“中策橡胶集团有限公司”简称，中策橡胶 2019 年的投资收益为按照权益法调整后 2019 年全年金额

资料来源：公司提供

近年来，公司参与培育优质股权标的上市工作，推动杭华油墨股份有限公司（以下简称“杭华油墨”）上市，杭华油墨已于 2020 年 12 月在科创板上市，

股票代码为 688571，未来或将为公司带来可观收益。杭华油墨系国内大型综合性油墨厂商，业绩长期处于行业前列，截至 2020 年末，杭华油墨股本 3.20

亿元，总资产 15.71 亿元，净资产 12.88 亿元，2020 年实现经营收入 9.87 亿元，净利润 1.10 亿元，公司对其持股比例为 37.50%。

资本运营业务

公司资本运营业务主要包括基金管理与资产管理等业务，运营主体主要为子公司杭实股权投资基金管理（杭州）有限公司（以下简称“杭实基金”）和杭实资产管理（杭州）有限公司（以下简称“杭实资管”）。

杭实基金于 2017 年 3 月取得基金业协会私募基金管理人资格，主要通过收取基金管理费以及获得超额利润分成等形式盈利。截至 2021 年 3 月末，杭实基金在管基金已累计投放项目 64 个，投资总额超 72 亿元；同期末，杭实基金在管投资金额合计 23 亿元，其中，2020 年投放项目 4 个，投放资金 1.57 亿元。自成立以来，杭实基金与摩根士丹利、上海赛领资本等机构建立战略合作关系，截至 2021 年 3 月末，杭实基金累计获得投资收益 8 亿元。

为加快杭州市重大项目建设和重点产业发展，杭州投资发展股权投资基金有限公司代表杭州市政府产业基金与公司共同出资设立杭州市工业产业股权投资基金有限公司（以下简称“工投基金”），公司持股比例为 80.00%，工投基金系公司制基金，杭实基金系为其管理人。工投基金拟参与杭州市重大工业项目的投资，主要投资领域面向新一代信息技术及杭州市政府确定重点发展的产业项目。自成立以来，工投基金已先后对大和热磁大尺寸半导体硅片项目和士兰微 8 英寸集成电路扩产技改项目等一批重点项目开展尽调、投资方案设计和投资协议谈判等工作，截至 2021 年 3 月末，暂无项目落地。

杭实资管成立于 2017 年 9 月，注册资本 4 亿元，系公司全资子公司，主要经营范围为实业投资、服务、资产管理、投资管理和投资咨询等。杭实资管已于 2019 年 5 月取得了基金管理人牌照，进一步增强了专业化股权投资的资信和能力。杭实资管作为公司打造产商融国际化投资的战略股权投资

平台，主要职责为通过专业化投资、嫁接产业和资本资源、加快战略新兴战略布局、做强做优做大国有企业。

杭实资管业务以战略股权投资为主，主要围绕集团确立的产业投资方向，在高端装备制造、数字经济、医疗健康、新材料、新能源、循环经济、产业园区等行业上，以直接投资加设立基金的模式，实现股权份额，培育企业成长并实现收益。在投资方向上，明确了以高端装备制造、医疗健康和数字经济为主，新能源、新材料、循环经济为辅的结构性投资方向；在业务模式上，明确了“内外部产业联动”、“直投加基金”的操作模式；在投资策略上，确立了“1+N”核心业务逻辑，围绕重点赛道和头部企业的生态链进行 N 个布局，明确了“投资+赋能式增值服务”的基本业务逻辑；在业务结构上，从参与投资向领投甚至控股布局核心项目转变，开展大比例投资实现权益法核算，参与头部企业定增和并购，培育企业成长，获取长期收益；在投后管理上，以“赋能式”管理为主线，积极协助企业发展，在多层次需求上服务已投企业，嫁接各类资源，实现多方共赢。公司目前主要围绕成熟期和发展期的公司开展投资，业务紧紧围绕主业和战略产业发展方向布局，构建了不同发展阶段组合。

截至 2021 年 3 月末，杭实资管管理基金规模 51.84 亿元，其中受托管理杭州赋实投资管理合伙企业（有限合伙），基金注册规模 50 亿元；杭州实硕股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 9,800 万元；杭州杭实创汇股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 7,100 万元；杭州济实生物医药股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 1,520 万元。截至 2021 年 3 月末，杭实资管在管基金已累计投放项目 20 个，投资总额超 19 亿元，累计获得投资收益 1 亿元。

战略规划及管理

作为杭州市重要的国有资产投资运营主体，为促进国有资本做强做优做大，公司制定了明确的“十四

五” 发展规划总体思路和总体目标

为加快推进公司以“管资本”为主的职能定位转变，促进国有资本做强做优做大，争创具有全球竞争力的世界一流企业，实现产商融结合的国际化投资平台战略目标，公司制定了明确的“十四五”发展规划总体思路和总体目标。

总体思路方面，公司将持续践行“八八战略”，围绕市委市政府重大战略决策部署，积极把握杭州创建全国数字经济第一城和实施“新制造业计划”的历史机遇，全力以赴为杭州展现“重要窗口”的“头雁风采”贡献国企力量。全面实施以产业投资为基础，以产业服务为特色的双轮驱动总战略 2.0 版。以改革创新为动力，以提质增效为中心，以大平台、大企业、大项目为依托，聚焦延伸、融合、服务的产业发展模式，通过“产业+服务+资本”的运作手段，为公司高质量发展注入强劲动力。

总体目标方面，公司将以四大主业板块为支撑，坚持存量调整与增量优化、统筹协调与一企一策、集团引领与投资推进相结合，精准发力产业投资和产业服务两个端口，持续加大产业投资，加大资本市场运作，打造产业服务新兴增长极，形成杭实集团“产业投资+产业服务+资本运作”多引擎新动能驱动发展模式，以此构建高能级产业布局，形成高质量发展梯队，更好服务地方实体经济发展。至规划期末，存量产业提质增效，增量产业布局清晰，产业服务能力大幅提升，平台赋能充分发挥，公司治理体系及治理能力再上新台阶，激励约束机制进一步优化，混合所有制改革取得突破性进展，精准风控全面实施，国际化业务格局全面立体，党建引领效应更加显著，奋力打造产商融结合的国际化投资平台。

公司法人治理结构完善，内部规章制度和内控制度较为健全，为公司日常经营管理活动的正常运行提供了保障和支持

公司不设股东会，由出资人依法行使股东会职权，下设董事会和监事会，下设党建工作部、审计

部、纪检监察室、战略发展部、风险管理部、董事建设管理办公室、资产管理部、财务管理部、人力资源部和办公室，法人治理结构较为完善。

公司还制定较为完善的管理制度，包括对外担保管理办法、费用管理办法、货币资金管理办法、分红管理办法等，针对各业务领域的不同特点，公司严格把控业务流程，为促进各项管理工作的科学化和规范化奠定了坚实的制度基础。

财务分析

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，各期财务数据均为审计报告期末数。

盈利能力

受货物贸易与产业服务业务顺利开展，公司营业收入持续增长，但同时受货物贸易业务性质影响以及家电销售业务等推出利润边际较少的低定价产品等影响，2020 年公司整体毛利率水平有所下降

2018~2020 年公司分别实现营业收入 550.52 亿元、1,334.33 亿元和 1,522.29 亿元，受货物贸易与产业服务业务持续发展影响，公司营业收入持续增长。同期，公司营业毛利率分别为 10.89%、5.86% 和 3.23%，主要系毛利率水平较低的货物贸易与产业服务业务收入占比大幅上涨使得总体毛利率水平有所下滑。

分业务板块来看，受市场竞争加剧影响，近年家电等其他商品收入呈下降趋势，2018~2020 年收入分别为 53.36 亿元、42.12 亿元和 39.42 亿元，由于公司为抢占市场推出售价较低产品等影响，2020 年毛利率水平有所降低，2018~2020 年分别为 12.60%、20.53% 和 17.46%；货物贸易与产业服务业务顺利开展，收入逐年增长，2018~2020 年分别为

217.99 亿元、1,040.74 亿元和 1,422.80 亿元，受业务性质影响，毛利率水平较低，同期毛利率分别为 0.50%、1.75%和 2.11%；受天城府 II 期交房确认收入影响，2019 年和 2020 年房地产开发收入规模较大，2018~2020 年房地产开发业务收入分别为 3.87 亿元、22.28 亿元和 18.34 亿元。

表 9：近年公司主要板块营业收入毛利率构成(亿元、%)

营业收入	2018	2019	2020	2021.3
轮胎等橡胶制品	267.44	209.34	-	-
家电等其他商品	53.36	42.12	39.42	11.46
货物贸易与产业服务	217.99	1,040.74	1,422.80	357.17
房地产开发	3.87	22.28	18.34	0.33
其他	7.85	19.84	41.93	2.00
合计	550.52	1,334.33	1,522.29	370.96
毛利率	2018	2019	2020	2021.3
轮胎等橡胶制品	17.21	18.77	-	-
家电等其他商品	12.60	20.53	17.46	17.41
货物贸易与产业服务	0.50	1.75	2.11	2.34
房地产开发	22.77	34.34	34.82	19.19
其他	67.06	22.27	16.52	32.41
合计	10.89	5.86	3.23	2.98

注：由于 2019 年公司更换会计师事务所，将原计入家电等其他商品业务收入的金鱼集团非家电业务收入调整至其他收入中，因此 2019 年家电等其他商品收入有所减少、其他收入有所增加。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2018~2020 年，公司期间费用支出分别为 55.27 亿元、68.58 亿元和 44.49 亿元，主要由销售费用、管理费用和财务费用构成，其中受金鱼集团和热联集团调整销售方式等影响，2020 年销售费用有所下降，2018~2020 年分别为 24.03 亿元、37.69 亿元和 29.78 亿元；受汇兑净损失呈盈利影响，2020 年财务费用有所减少，2018~2020 年财务费用分别为 9.01 亿元、11.68 亿元和 5.11 亿元。受营业收入增长等影响，期间费用收入占营业收入比重持续下降，2018~2020 年分别为 10.04%、5.14%和 2.92%。

利润总额构成来看，2018~2020 年，公司利润总额分别为 20.32 亿元、29.20 亿元和 30.32 亿元。公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成。受家电等商品销售利润减少等影响，2020 年经营性业务利润有所减少，2018~2020

年分别为 5.83 亿元、7.73 亿元和 2.65 亿元；受公司对中策橡胶采取权益法核算影响，2019 年公司投资收益有所增长，同时受投资企业经营情况较好影响，2020 年投资收益继续增长，2018~2020 年分别为 16.93 亿元、25.24 亿元和 32.02 亿元。

表 10：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	24.03	37.69	29.78	7.94
管理费用	12.16	11.23	8.71	1.27
研发费用	10.06	7.99	0.89	0.22
财务费用	9.01	11.68	5.11	2.04
期间费用合计	55.27	68.58	44.49	11.47
期间费用收入占比	10.04%	5.14%	2.92%	3.09%
经营性业务利润	5.83	7.73	2.65	-0.60
资产减值损失	-8.10	-7.34	-6.83	1.67
公允价值变动收益	-0.29	0.11	0.92	0.18
投资收益	16.93	25.24	32.02	4.37
利润总额	20.32	29.20	30.32	5.48

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

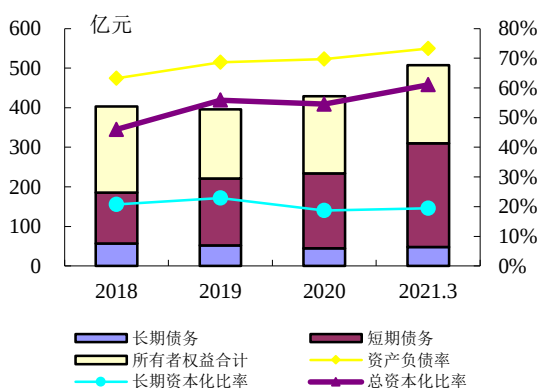
资产质量

受业务发展使得资金需求扩大等影响，公司财务杠杆比率逐年提升，同时公司债务结构以短期债务为主，面临一定短期偿债压力

2018~2020 年末，公司总资产分别为 591.30 亿元、557.36 亿元和 643.49 亿元，2019 年受中策橡胶不再纳入合并范围内影响总资产规模有所减少，受公司业务持续发展，2020 年末总资产规模有所增长；同期末，总负债分别为 373.75 亿元、382.63 亿元和 448.58 元。净资产方面，2018~2020 年末，公司所有者权益分别为 217.55 亿元、174.73 亿元和 194.91 亿元，2019 年受中策橡胶不再纳入合并范围内影响有所减少，2020 年受未分配利润增长影响，2020 年有所增长；同期末，公司资本公积分别 15.28 亿元、10.57 亿元和 4.46 亿元，2019 年末有所下降主要原因系当年公司按账面价值 142,318,274.00 元无偿划转中国（杭州）青春宝集团有限公司 34%国有股权至杭州市国有资本投资运营有限公司，以及以现金 2.6 亿元将中国（杭州）青春宝集团有限公司剥离资产中的部分资产解交至杭州市国有资本投资运营有限公司，2020 年末有所下降主要系公司

按账面价值 7.07 亿元将其持有的新天地集团的 10% 股权无偿划转至运河集团等影响。财务杠杆方面，2018~2020 年末，公司资产负债率分别为 63.21%、68.65% 和 69.71%，同期末总资本化比率分别为 46.01%、55.86% 和 54.56%。截至 2021 年 3 月末，公司总资产 740.06 亿元、所有者权益 197.72 亿元、资产负债率 73.28%、总资本化比率 61.06%。

图 1：公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。2018~2020 年末，公司流动资产分别为 324.59 亿元、370.29 亿元和 470.26 亿元，主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2018~2020 年末，公司货币资金分别为 48.66 亿元、71.85 亿元和 95.04 亿元，2020 年增长部分主要系银行存款，截至 2020 年末，受限货币资金 32.91 亿元；2018~2020 年末，公司预付款项分别为 5.07 亿元、29.56 亿元和 58.95 亿元，受热联集团业务开展使得预付款项增长影响，2020 年末增长幅度较大；公司其他应收款主要系拆借资金和期货保证金等，2018~2020 年末分别为 58.19 亿元、79.79 亿元和 113.90 亿元，2020 年末有所增长主要系热联集团保证金增长影响；同期末，公司存货分别为 100.33 亿元、94.75 亿元和 112.67 亿元，2020 年末有所增长主要系热联集团存货增长影响；其他流动资产方面，2018~2020 年末分别为 60.53 亿元、62.71 亿元和 48.94 亿元，主要系公司购买的银行理财产品和信托产品等，2020 年末有所减少主要系公司理财产品减少影响。

非流动资产方面，2018~2020 年末，公司非流动资产分别为 266.71 亿元、187.07 亿元和 173.22 亿元，主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。2018~2020 年末，公司可供出售金融资产分别为 51.54 亿元、63.81 亿元和 43.81 亿元，受公司无偿转让新天地集团股份等影响，2020 年末可供出售金融资产有所减少。同期末，长期股权投资分别为 35.94 亿元、70.89 亿元和 78.65 亿元，2019 年有所增长主要系中策橡胶不并表后计入长期股权投资科目核算，报告期权益法下确认的投资损益为 19.34 亿元，2020 年末有所增长主要系公司对几家投资对象追加投资增长所致。

表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	48.66	71.85	95.04	114.81
预付款项	5.07	29.56	58.95	95.17
其他应收款	58.19	79.79	113.90	143.71
存货	100.33	94.75	112.67	156.63
其他流动资产	60.53	62.71	48.94	11.73
可供出售金融资产	51.54	63.81	43.81	-
长期股权投资	35.94	70.89	78.65	80.81
总资产	591.30	557.36	643.49	740.01

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从负债结构来看，2018~2020 年末，公司流动负债分别为 243.98 亿元、261.12 亿元和 326.28 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项构成。同期末，短期借款分别为 78.73 亿元、88.77 亿元和 89.12 亿元，主要系保证借款、出口押汇、信用证押汇贴现和承兑汇票贴现；同期末，应付票据分别为 8.90 亿元、61.55 亿元和 67.63 亿元，2019 年度有较大幅度增长主要受热联集团并表影响，银行承兑汇票大幅增长；2018~2020 年末，应付账款分别为 59.68 亿元、27.01 亿元和 30.15 亿元，2019 年末有所下降主要系中策橡胶不再并表后应付账款减少所致；同期末，预收款项分别为 18.81 亿元、41.37 亿元和 66.24 亿元，2019 和 2020 年末有所增长，主要系热联集团预收款项增加所致。

2018~2020 年末，公司非流动负债分别为 129.77 亿元、121.51 亿元和 122.30 亿元，主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018~2020 年

末，公司长期借款分别为 27.79 亿元、7.80 亿元和 9.88 亿元，2019 年末有所减少原因主要系中策橡胶出表使得长期借款大幅减少；同期末，应付债券分别为 24.77 亿元、39.79 亿元和 34.98 亿元，其中“15 杭实 01”15.00 亿元和“15 杭实 02”10.00 亿元于 2020 年到期兑付，同年公司新增发行“20 杭实 G1”8.00 亿元和“20 杭实 G2”12.00 亿元；2018~2020 年末，公司长期应付款分别为 0.64 亿元、55.73 亿元和 57.04 亿元，主要系专项应付款，系公司做地项目款项。

总债务方面，货物贸易与产业服务业务的开展公司对资金周转要求提高，且热联集团的并表致使应付票据规模大幅增长，致使公司短期债务规模迅速增长，2018~2020 年末，公司总债务分别为 185.39 亿元、221.15 亿元和 234.01 亿元，同期末，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 2.26 倍、3.27 倍和 4.22 倍，以短期债务为主，公司短期内面临一定偿债压力。截至 2021 年 3 月末，公司总债务 310.01 亿元，长短期债务比为 5.49 倍。

现金流及偿债能力

受中策橡胶出表等影响，2020 年公司经营活动净现金流有所减少，同时公司 EBITDA 有所下降，对债务本息的覆盖能力有所减弱

经营活动方面，2018~2020 年公司经营活动净现金流分别为 44.22 亿元、69.25 亿元和 3.83 亿元，2019 年有所增长，主要系热联集团并表使货物贸易与产业服务经营性现金流入增加较多所致，2020 年经营活动净现金流较上年减少 94.47% 主要系上年同期包含中策橡胶 1~9 月经营活动净现金流 26 亿元和弘筑置业销售回款约 20 亿元。

获现能力方面，2018~2020 年，公司 EBITDA 分别为 45.93 亿元、54.98 亿元和 42.43 亿元，主要由利润总额、折旧和财务性利息支出构成，受中策橡胶出表影响，2020 年公司折旧大幅度减少使得当年 EBITDA 有所下降。偿债指标方面，2018~2020 年，公司总债务/EBITDA 分别为 4.04 倍、4.02 倍和

5.51 倍，同期 EBITDA 利息倍数分别为 5.65 倍、4.28 倍和 3.32 倍，EBITDA 对利息支出的覆盖能力有所减弱，偿债指标有所弱化。

表 12：公司现金流及偿债指标情况

项目名称	2018	2019	2020	2021.3
短期债务（亿元）	128.53	169.36	189.15	262.28
长期债务（亿元）	56.86	51.79	44.86	47.73
总债务（亿元）	185.39	221.15	234.01	310.01
货币资金/短期债务（X）	0.38	0.42	0.50	0.44
投资活动净现金流（亿元）	-26.74	-40.66	22.24	-39.76
经营活动净现金流（亿元）	44.22	69.25	3.83	18.24
经营活动净现金/利息支出（X）	5.44	5.39	0.30	-
EBITDA（亿元）	45.93	54.98	42.43	-
总债务/EBITDA（X）	4.04	4.02	5.51	-
EBITDA 利息倍数（X）	5.65	4.28	3.32	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务方面，公司一年内到期债务规模较大，且截至 2021 年 3 月末，货币资金/短期债务为 0.44 倍，短期内面临一定偿债压力。

表 13：截至 2021 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	一年内到期	1-2 年	2-3 年	3 年及以上
到期债务	131.02	24.51	8.20	51.15

注：到期债务中不包含应付票据以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

充足的外部授信对整体偿债能力提供支持，同时公司受限资产以及对外担保规模不大，或有事项风险可控

截至 2021 年 3 月末，共获得银行授信额度 421.00 亿元，其中未使用额度为 190.19 亿元，备用流动性较为充足。

截至 2021 年 3 月末，公司受限资产合计为 39.85 亿元，占同期末总资产的比例为 5.38%，其中受限的货币资金 32.98 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司对外担保为 14.28 亿元，占净资产的比重为 7.22%，其中对杭州汽轮动力集团有限公司担保余额 5.00 亿元、对杭州奥体博览中心建设投资有限公司担保余额 7.99 亿元、对杭州瑞弘思创投资有限公司担保余额 1.04 亿元，杭州瑞弘思创投资有限公司系民营企业，为公司子公司杭州二轻房地产开发有限公司的联营企业，同时公

司就该笔担保采取了反担保措施。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2018~2021 年 4 月 14 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为杭州市重要的国有资产经营管理主体，杭州市政府除了在资源整合、扩大产业链方面给与公司支持外，还在增资以及补助等方面给与公司支持

2019 年 7 月 3 日，根据杭州市人民政府国有资产监督管理委员会出具公文处理简复单（市国资委简复[2019]第 17 号），同意本公司以 2018 年 12 月 31 日为基准日，从未分配利润中转出 30 亿元用于增加注册资本，转增后注册资本从 30 亿元人民币增加到 60 亿元人民币。此外，2018~2020 年，公司分别收到政府补助 0.24 亿元、0.66 亿元和 0.61 亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定杭州市实业投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2021 年第一期杭州市实业投资集团有限公司公司债券”的债项信用等级为 **AAA**。

中诚信国际关于 2021 年第一期杭州市实业投资集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

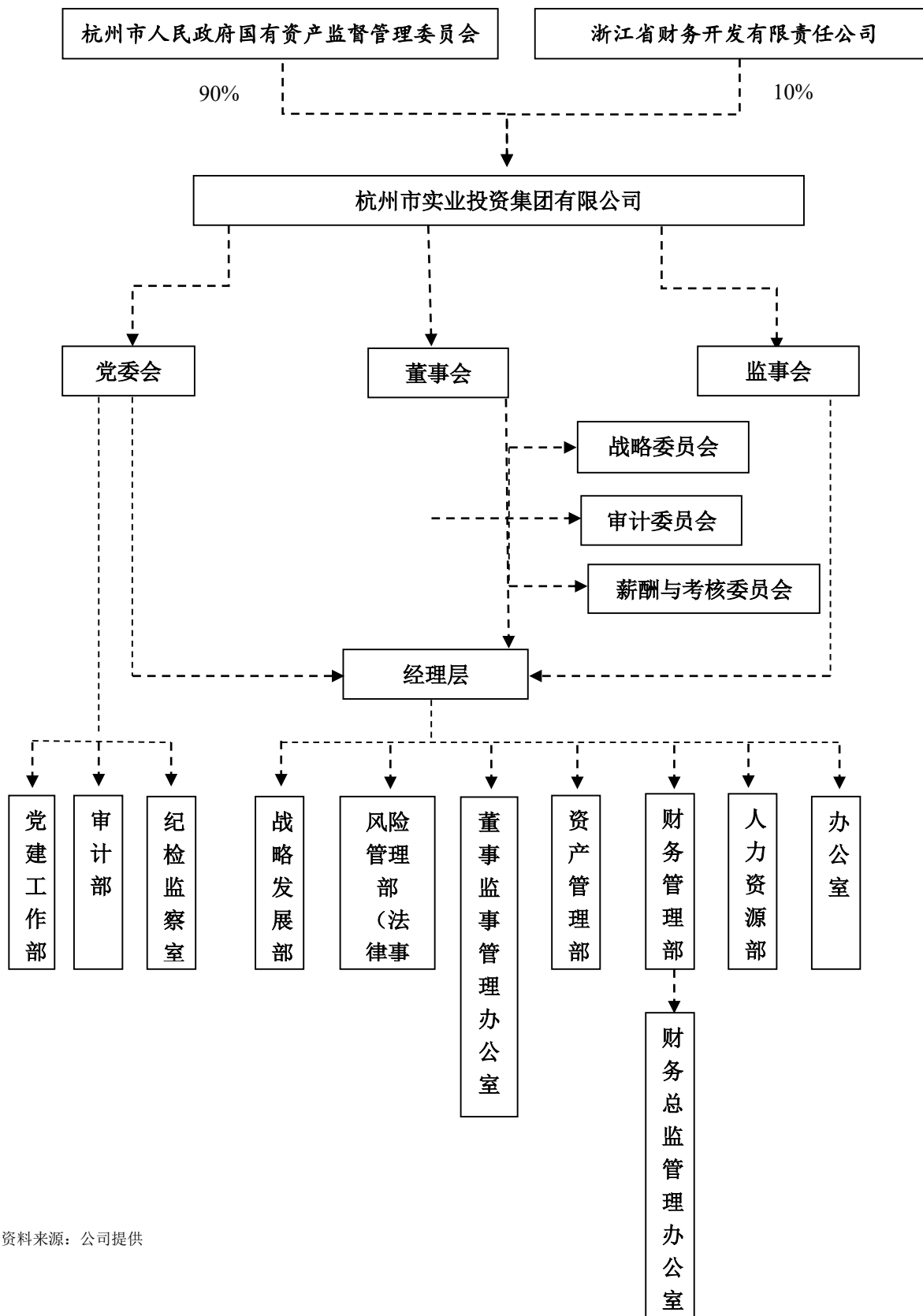
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期公司债券的存续期内对本期公司债券每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在本期债券的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级等重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 6 月 28 日

附一：杭州市实业投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：杭州市实业投资集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	486,605.06	718,512.10	950,391.88	1,148,087.82
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	11,689.20	45,060.51	156,529.62	0.00
应收账款净额	440,880.85	214,239.80	187,373.54	81,507.51
其他应收款	581,928.14	797,874.12	1,138,978.94	1,437,055.69
存货净额	1,003,279.37	947,511.72	1,126,716.25	1,566,318.66
可供出售金融资产	515,412.23	638,074.07	438,140.24	0.00
长期股权投资	359,386.88	708,912.67	786,522.92	808,136.79
固定资产	1,139,461.47	193,229.55	217,742.60	228,608.35
在建工程	289,745.71	28,501.95	2,731.06	2,287.77
无形资产	112,108.08	18,429.84	16,541.21	16,650.54
总资产	5,913,005.92	5,573,646.06	6,434,863.86	7,400,058.42
其他应付款	338,613.02	146,334.32	232,921.08	62,028.29
短期债务	1,285,332.68	1,693,591.17	1,891,538.63	2,622,779.23
长期债务	568,563.40	517,886.71	448,609.86	477,343.91
总债务	1,853,896.08	2,211,477.88	2,340,148.49	3,100,123.13
净债务	1,367,291.02	1,492,965.78	1,389,756.61	1,952,035.31
总负债	3,737,531.29	3,826,308.29	4,485,771.77	5,422,858.60
费用化利息支出	74,823.19	118,298.66	100,347.29	-
资本化利息支出	6,455.08	10,177.86	27,293.73	-
实收资本	300,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
少数股东权益	807,430.79	338,908.04	462,198.91	455,607.28
所有者权益合计	2,175,474.64	1,747,337.77	1,949,092.08	1,977,199.82
营业总收入	5,505,161.79	13,343,296.30	15,222,889.25	3,709,635.59
期间费用前利润	579,419.77	740,340.49	463,945.75	108,262.66
营业利润	197,740.45	290,680.04	300,727.65	53,959.42
投资收益	169,273.19	252,448.52	320,212.36	43,683.35
营业外收入	8,961.01	8,216.58	10,457.60	1,588.56
净利润	186,286.86	231,362.11	242,757.17	51,451.24
EBIT	278,038.20	410,310.05	403,549.33	-
EBITDA	459,319.66	549,816.86	424,334.30	-
销售商品、提供劳务收到的现金	6,328,586.79	14,729,061.18	17,823,384.95	4,686,987.55
收到其他与经营活动有关的现金	166,708.75	386,712.09	111,571.05	211,541.74
购买商品、接受劳务支付的现金	5,266,740.41	13,517,991.93	17,363,506.09	4,429,945.41
支付其他与经营活动有关的现金	404,020.68	479,832.91	364,881.74	211,682.26
吸收投资收到的现金	4,930.53	232,431.94	163,305.85	0.00
资本支出	195,391.26	175,989.12	42,224.25	22,707.87
经营活动产生现金净流量	442,191.72	692,493.83	38,274.67	182,403.56
投资活动产生现金净流量	-267,393.05	-406,633.88	222,398.43	-397,578.67
筹资活动产生现金净流量	-33,468.01	-447,134.15	-26,918.34	383,626.93
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	10.89	5.86	3.23	2.98
期间费用率（%）	10.04	5.14	2.92	3.09
总资产收益率（%）	4.89	7.14	6.72	-
流动比率（X）	1.33	1.42	1.44	1.39
速动比率（X）	0.92	1.06	1.10	1.01
资产负债率（%）	63.21	68.65	69.71	73.28
总资本化比率（%）	46.01	55.86	54.56	61.06
长短期债务比（X）	2.26	3.27	4.22	5.49
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.31	0.02	0.24
经营活动净现金/短期债务（X）	0.34	0.41	0.02	0.28
经营活动净现金/利息支出（X）	5.44	5.39	0.30	-
总债务/EBITDA（X）	4.04	4.02	5.51	-
EBITDA/短期债务（X）	0.36	0.32	0.22	-
货币资金/短期债务（X）	0.38	0.42	0.50	0.44
EBITDA 利息倍数（X）	5.65	4.28	3.32	-

注：1、2021 年一季度报表未经审计；2、将公司计入其他流动负债、其他应付款中的有息负债部分调整至短期债务，将长期应付款科目中有息负债部分调整至长期债务。

附三：杭州市实业投资集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	105,602.23	80,421.77	102,709.41	259,880.28
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	6,114.69	7,277.37	2,455.65	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.79	0.21
其他应收款	763,347.20	796,254.80	826,945.98	1,005,879.23
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	185,137.32	171,528.66	103,893.71	0.00
长期股权投资	804,647.63	916,135.34	1,479,340.61	1,513,505.63
固定资产	1,358.93	1,211.53	1,097.11	1,090.06
在建工程	0.00	56.65	28.59	27.62
无形资产	74.35	23.96	0.00	0.00
总资产	2,270,289.99	2,347,776.54	2,772,452.51	3,007,944.05
其他应付款	142,699.58	73,082.92	57,863.68	93,003.01
短期债务	256,350.00	181,185.97	484,453.37	469,253.37
长期债务	297,675.79	475,513.74	445,246.59	447,863.95
总债务	554,025.79	656,699.71	929,699.96	917,117.32
净债务	448,423.57	576,277.94	826,990.55	657,237.04
总负债	1,121,644.99	1,190,983.22	1,315,620.73	1,529,872.26
费用化利息支出	27,774.49	118,298.66	100,347.29	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
实收资本	300,000.00	600,000.00	600,000.00	600,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,148,644.99	1,156,793.32	1,456,831.78	1,478,071.79
营业总收入	60,163.12	57,993.29	56,817.85	5,133.38
期间费用前利润	56,218.85	55,029.78	48,938.56	3,987.51
营业利润	151,065.00	112,168.03	151,431.29	22,710.99
投资收益	117,493.63	100,502.61	165,893.17	25,075.78
营业外收入	59.54	137.23	26.97	1.80
净利润	136,019.00	100,618.66	136,846.38	21,679.29
EBIT	-	229,630.91	250,619.39	-
EBITDA	-	231,059.46	252,225.19	-
销售商品、提供劳务收到的现金	54,615.97	57,518.22	48,533.97	6,229.46
收到其他与经营活动有关的现金	103,674.18	1,371,429.83	73,136.14	220,319.00
购买商品、接受劳务支付的现金	1,867.93	500.51	2,011.28	6.71
支付其他与经营活动有关的现金	7,210.90	1,292,746.07	72,838.38	344,188.59
吸收投资收到的现金	0.00	199,860.00	0.00	0.00
资本支出	349.60	328.87	301.77	26.95
经营活动产生现金净流量	127,689.21	118,082.52	26,294.37	-121,022.98
投资活动产生现金净流量	-79,874.71	-149,610.65	-19,790.09	92,549.69
筹资活动产生现金净流量	-39,008.85	-89,678.77	15,223.46	185,617.15
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率（%）	95.47	97.54	88.74	80.55
期间费用率（%）	55.43	66.35	67.11	124.06
总资产收益率（%）	8.21	9.94	9.79	-
流动比率（X）	3.04	4.44	3.10	2.39
速动比率（X）	3.04	4.44	3.10	2.39
资产负债率（%）	49.41	50.73	47.45	50.86
总资本化比率（%）	32.54	36.21	38.96	38.29
长短期债务比（X）	0.86	0.38	1.09	1.05
经营活动净现金/总债务（X）	0.23	0.18	0.03	-0.53
经营活动净现金/短期债务（X）	0.50	0.65	0.05	-1.03
经营活动净现金/利息支出（X）	4.60	1.00	0.26	-
总债务/EBITDA（X）	-	2.84	3.69	-
EBITDA/短期债务（X）	-	1.28	0.52	-
货币资金/短期债务（X）	0.41	0.44	0.21	0.55
EBITDA 利息倍数（X）	-	1.95	2.51	-

注：1、2021 年一季度报表未经审计；2、将公司计入其他流动负债、其他应付款中的有息负债部分调整至短期债务，将长期应付款科目中有息负债部分调整至长期债务。

附四：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入—营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入—营业成本合计—税金及附加—销售费用—管理费用—研发费用—财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流—营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

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

附五：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

注：每一个信用等级均不进行微调。