



杭州市实业投资集团有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 0503 号

声 明

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

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024 年 06 月 07 日

本次跟踪发行人及评级结果	杭州市实业投资集团有限公司	AAA/稳定
本次跟踪债项及评级结果	“21 杭实 01/21 杭实债 01”	AAA
跟踪评级原因	根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。	
评级观点	本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为杭州市经济财政实力及增长能力省内领先，潜在的支持能力很强；杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭实集团”或“公司”）投资企业资产质量良好、股权投资收益系公司利润重要补充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抬升、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。	
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。	
调级因素	可能触发评级上调因素： 不适用 可能触发评级下调因素： 公司资产质量显著下降；风险控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。	
正面		
<ul style="list-style-type: none">■ 区域经济实力较强。杭州市区域经济发展水平较高，近年来地方经济实力稳步增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。■ 投资企业资产质量良好，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。		
关注		
<ul style="list-style-type: none">■ 主营业务受市场行情影响较大。大宗产品产业链服务收入和家电等其他商品销售收入成为公司营业收入的主要来源，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。■ 财务杠杆抬升，面临一定短期偿债压力。跟踪期内，公司合并口径下短期借款及一年内到期债务规模上升，使得公司短期债务规模快速增长，财务杠杆抬升。公司短期债务占比较高，未来将面临一定的偿债压力。		

项目负责人：夏 敏 mxia@ccxi.com.cn

项目组成员：王军杰 jjwang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

杭实集团（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	754.41	770.39	858.55	993.17
所有者权益合计（亿元）	220.47	232.75	252.66	256.60
负债合计（亿元）	533.94	537.64	605.90	736.56
总债务（亿元）	266.40	279.83	340.89	391.56
营业总收入（亿元）	1,810.55	1,771.25	2,647.49	422.36
净利润（亿元）	44.24	38.42	32.11	3.90
EBIT（亿元）	59.88	53.99	46.01	--
EBITDA（亿元）	62.85	58.81	50.93	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-3.66	-1.29	21.53	-114.88
营业毛利率（%）	2.50	2.16	1.47	1.30
总资产收益率（%）	7.94	7.08	5.65	3.06
EBIT 利润率（%）	3.31	3.05	1.74	--
资产负债率（%）	70.78	69.79	70.57	74.16
总资本化比率（%）	54.72	54.59	57.43	60.41
总债务/EBITDA（X）	4.24	4.76	6.69	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.78	5.47	4.08	--
FFO/总债务（X）	-0.04	0.08	-0.06	-1.21

杭实集团（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	291.48	291.31	307.32	338.72
负债合计（亿元）	134.59	121.65	124.11	153.73
总债务（亿元）	76.36	61.92	59.15	51.90
所有者权益合计（亿元）	156.89	169.66	183.20	184.99
投资收益（亿元）	17.28	16.01	19.98	2.18
净利润（亿元）	18.46	17.60	19.32	1.74
EBIT（亿元）	22.23	21.23	21.03	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.65	3.39	1.05	4.44
经调整的净资产收益率（%）	11.77	10.78	10.95	0.94
资产负债率（%）	46.18	41.76	40.39	45.38
总资本化比率（%）	32.74	26.74	24.41	21.91
总债务/投资组合市值（%）	35.52	22.24	20.00	16.41
现金流利息覆盖倍数（X）	4.55	5.58	4.41	9.52

注：1、中诚信国际根据杭实集团提供的经亚太（集团）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 2022 年度审计报告、经立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了下一年度审计报告期初数，2023 年财务数据采用了本年度审计报告期末数；2、其他流动负债和其他应付款中带息债务计入总债务统计；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”表示指标经过年化处理，特此说明；

同行业比较（2023 年本部数据）

公司名称	业务定位	地区	总资产 （亿元）	所有者权益 （亿元）	资产负债 率（%）	总债务 （亿元）	总债务/投资 组合市值 （%）	现金流利息覆 盖倍数（X）
杭实集团	杭州市重要国有资产运营主体，主要管理杭州市化工、轻工和纺织等工业企业	浙江省-杭州市	307.32	183.20	40.39	59.15	20.00	4.41
杭州金投	浙江省内重要的金融投资平台之一，承担推动地方金融发展、产业发展等职能	浙江省-杭州市	484.88	115.58	76.16	326.68	69.01	1.33
杭州资本	杭州市重要国有资本投资运营公司	浙江省-杭州市	325.02	197.87	39.12	109.10	35.31	1.63

中诚信国际认为，与同行业相比，杭实集团的投资收益处于中等水平，总债务规模较少，现金流利息覆盖倍数高于可比公司，但投资组合资产流动性一般，财务杠杆处于中等水平，总体财务风险处于中等水平。

注：杭州金投系“杭州市金融投资集团有限公司”的简称；杭州资本系“杭州市国有资本投资运营有限公司”的简称，其中，杭州金投和杭州资本为 2022 年数据。

资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

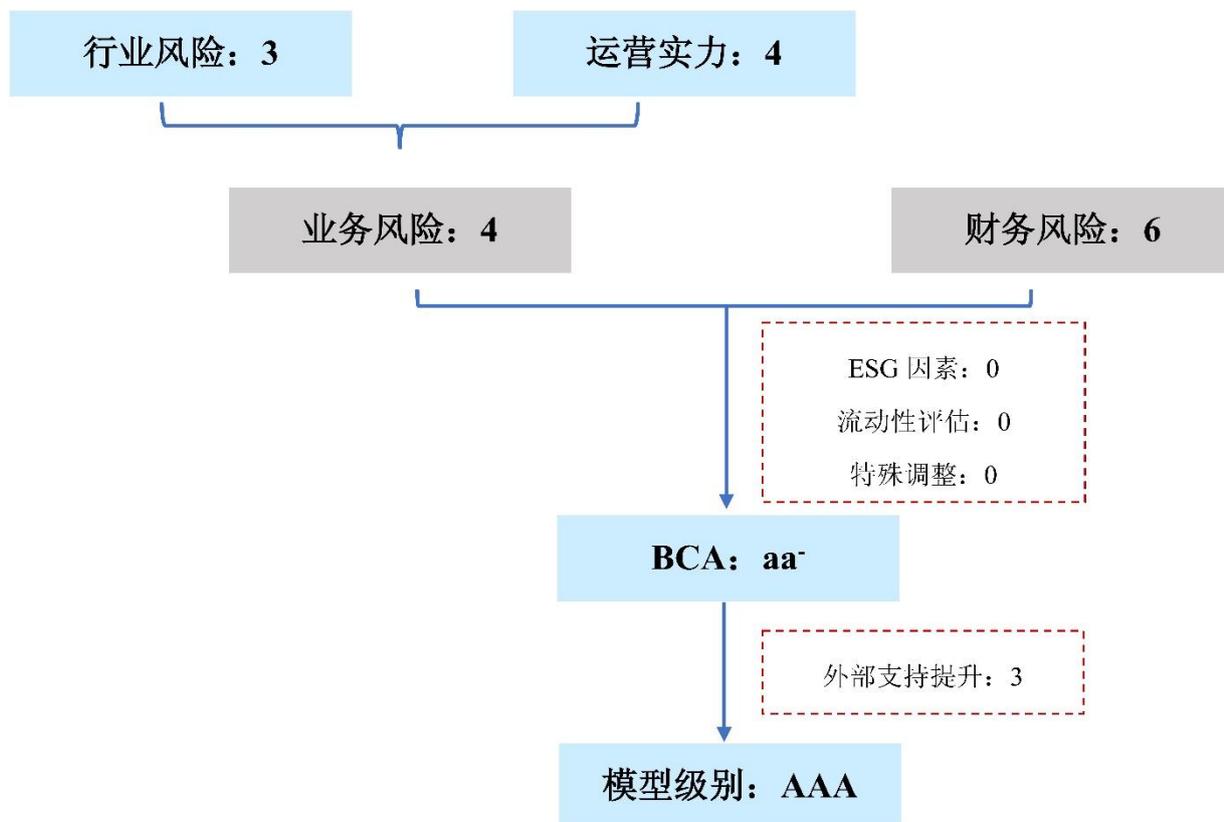
本次跟踪情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 杭实 01 /21 杭实债 01	AAA	AAA	2023.06.27 至 本报告出具日	15/15	2021/08/02~2028/08/02	回售、调整票面利率

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
杭实集团	AAA/稳定	AAA/稳定	2023.06.27 至本报告出具日

● 评级模型

杭州市实业投资集团有限公司评级模型打分(C210100_2024_02_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

外部支持: 公司是杭州市重要的市属国有资本投资运营公司，战略地位显著，自成立以来得到较多优质资产划转及资金支持，能够获得政府的大力支持。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

方法论: 中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2024_02

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，科技创新的相关支持政策加深，城投转型投资控股企业逐渐增多，股权投资市场处于调整阶段，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

2023 年以来，新一轮国企改革深化提升行动拉开序幕，科技创新的相关支持政策加深，化债背景下，城投转型投资控股企业逐渐增多，股权投资市场处于调整阶段，总体呈下行态势；上述因素影响下，企业整合重组增多，科技创新领域投资推动机构的投资阶段前移，同时在市场环境变化下，投资机构更为谨慎，国有背景投资机构继续发挥重要作用，需要更加关注企业实际运营实力和市场变化对盈利和资金回笼的影响。

详见《中国投资控股企业特别评论，2024 年3 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11017?type=1>

运营实力

中诚信国际认为，公司作为杭州市重要的国有资本投资运营公司，职能定位重要，投资职能定位明确，投资涉及多个行业，在家电制造、大宗产品产业链服务等领域集中度较高，公司投资管理制度健全，风险管理制度较为完善。

跟踪期内，公司仍是杭州市重要的综合性国有金融投资平台，战略地位重要，投资管理机制良好，风险控制机制较为完善。

公司系杭州市国有资本投资运营公司，主要职能为代表杭州市政府进行战略性投资、市级优质国有资产运营、发展杭州市重点产业等，系杭州市政府落实中央做大做强国有资本最重要的市级战略板块。公司仍以产业服务和产业投资为两个主要发展方向，其中产业投资主要集中在四个方面：制造业、产业园区的建设运营投资、大宗商品产业链服务以及新兴产业。

公司制定了《杭州市实业投资集团有限公司投资管理办法》，其中明确对于集团公司本级单项 2,000 万元及以上的非主业投资项目、投资企业非主业投资项目、境外投资项目、新设四级企业的股权投资项目、涉及老字号的保护传承发展的投资事项等项目需经集团公司董事会审议通过后，上报杭州市国资委审批；对集团公司主业范围的境内投资项目、集团公司非主业范围的单项投资金额人民币 2,000 万元以下的境内投资项目、投资企业资产负债率超 70%情况下的主业投资项目、投资企业董事会决策权限范围外的投资项目需经集团公司董事会或党委会审议通过。此外，《投资管理制度》对投资事前管理、投中事中管理、投资事后管理、投资风险管理和责任追究做了明确的规定。

公司本部投资组合以控股的子公司为主，在家电制造和大宗产品产业链服务领域集中度较高，同时公司纳入长期股权投资的重点参股企业主要为制造业类型企业，业务类型集中度较高，但符合公司在杭州市内的职能定位。

作为投资控股类企业，公司主要业务仍由专业化子公司具体运营，本部投资组合主要以对控股子公司的投资为主，投资行业包括制造业、产业园区的建设运营投资、大宗商品产业链服务等各个领域，但在家电制造、大宗商品产业链服务的投资占比较大。公司控股投资的主要对象为较成熟的公司，盈利能力和运营实力较强。总体来看，本部投资组合风险较低。

公司本部持有多家优质的制造、大宗商品产业链等企业股份，截至 2024 年 3 月末，公司纳入长期股权投资的重点参股企业 7 家，主要为制造业类型企业，其中杭华油墨股份有限公司（以下简称“杭华股份”，代码：688571.SH）为上市公司，公司对杭华股份持有 37.50% 股份。2023 年公司本部投资收益为 19.98 亿元。

表 1：截至 2023 年末公司重要长期股权投资情况（%，亿元）

被投资单位	持股比例	投资成本	2023 年末账面价值	投资收益		
				2021	2022	2023
杭华油墨股份有限公司	37.50	1.12	5.45	0.55	0.32	0.46
杭叉集团股份有限公司	20.39	4.00	19.81	1.68	2.13	3.51
财通基金管理有限公司	30.00	0.60	6.17	0.39	0.58	0.52
杭州热电集团股份有限公司	3.38	1.93	4.41	0.52	0.46	0.43
西子清洁能源装备制造股份有限公司	13.59	0.23	5.36	0.70	0.31	0.07
杭州电化集团有限公司	28.45	0.17	6.01	0.96	0.67	1.72
中策橡胶集团股份有限公司	25.00	2.81	35.34	4.72	1.06	6.59
合计	--	10.87	82.55	9.52	5.53	13.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，为公司打造国际化投资平台奠定了良好基础。

公司资本运营业务主要包括基金管理与管理业务，运营主体主要为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，主要通过旗下两支母基金汇实和凌晟对外投资，两支母基金原主要为偏短期偏债投资基金，近两年逐步向战略新兴产业的股权投资基金转型，特别是汇实母基金，目前已投资赛德光电材料（浙江）有限责任公司、杭州明视康眼科医院有限公司和穆松桥新材料科技有限公司等。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 2024 年 3 月末，杭实基金在管基金已累计投放项目 141 个，投资总额超 144.93 亿元，累计获得投资收益 13.48 亿元，其中 2023 年和 2024 年一季度分别获得投资收益 1.17 亿元和 0.46 亿元。同期末，杭实基金在管投资金额合计 40.16 亿元，其中 2023 年和 2024 年一季度分别投放项目 24 个和 1 个，投放金额分别为 18.20 亿元和 1.10 亿元。

杭实资管成立于 2017 年 9 月，已于 2019 年 5 月取得基金管理人牌照。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，重点投资大健康、数字经济和新兴制造等方向，主要业务模式为“内外部产业联动”和“直投加基金”。在投资策略上，基本业务逻辑为“投资+赋能式增值服务”，核心业务逻辑为“1+N”，即围绕重点赛道和头部企业的生态链进行 N 个布局。在业务结构上，从参与投资向领投甚至控股核心项目转变，并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 2024 年 3 月末，杭实资管在管基金规模 115.01 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 100.00 亿元；杭州实硕股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 9,800.00 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 7,100.00 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 1,520.00 万元；杭州基实股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 3,750.00 万元；杭州远实股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 3,700.00 万元；杭州杭实进取股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 3,100.00 万元；杭州杭实格林达股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 10,000.00 万元；杭州山丰股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 10,100.00 万元；杭州视谷创业投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模 101,000.00 万元。同期末，杭实资管在管基金已累计投放项目 70 个，投资总额超 50 亿元，累计获得投资收益约 2.96 亿元，其中 2023 年和 2024 年一季度分别获得投资收益 6 万元和 103.03 万元。此外，2023 年和 2024 年一季度杭实资管在管基金分别投放项目 3 个和 2 个，投放金额分别为 1.7 亿元和 0.83 亿元。

公司业务收入主要集中在家电制造和大宗产品产业链服务业务，上述两项业务在行业内均有较强竞争力，但均受市场行情以及政策影响较大，需关注公司未来对抗外部环境以及政策风险的能力。

表 2：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2021 年			2022 年			2023 年			2024 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
家电等其他商品	45.44	2.51	13.68	57.10	3.22	9.97	49.48	1.87	16.18	21.52	5.53	7.83
大宗产品产业链服务	1,742.15	96.22	1.73	1,684.73	95.12	1.34	2,572.41	97.16	0.92	395.13	94.28	0.77
房地产开发	0.95	0.05	30.57	0.55	0.03	24.96	0.78	0.03	38.27	0.09	0.04	51.35
其他	22.02	1.22	39.16	28.87	1.63	33.78	24.81	0.94	27.27	0.13	0.15	78.65
合计	1,810.55	100.00	2.50	1,771.25	100.00	2.16	2,647.49	100.00	1.47	416.87	100.00	1.30
投资收益		52.29			62.60			16.32			10.90	

注：其他收入中包含让渡资金使用权、仓储及租赁等收入

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受外部市场环境因素以及公司近年来大力研发新产品等影响，跟踪期内公司洗衣机的产量较为稳定，销量有所增长。

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。

品牌方面，金鱼集团旗下主要在售品牌为中日合资品牌“松下”家电¹和自主品牌“金松”家电，近年来“松下”品牌约占公司洗衣机产销总量的 95%，公司自主品牌“金松”约占 5%。从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。此外，松下品牌下沉布局国内乡镇市场，目前已设立约 3 万个网点，为公司打开乡镇市场奠定了良好基础。另外，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。

生产和销售方面，金鱼集团主要通过采购零部件，进行组装后销售洗衣机整机。受外部环境因素以及公司近年来大力研发新产品等影响，公司产量和销量略有波动。

表 3：近年来金鱼集团主要洗衣机产销量情况（万台）

产品	2021		2022		2023		2024.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
全自动波轮	159.32	163.37	165.30	165.98	144.60	168.61	36.41	43.12
全自动滚筒	79.88	78.58	83.44	82.75	86.63	91.90	16.69	18.29
双筒洗衣机	0.59	0.59	--	--	17.62	19.83	3.10	3.42
干衣机	--	--	--	--	--	--	--	--
迷你洗衣机及其他	13.73	10.22	--	--	--	--	--	--
手洗机器人、衣物护理柜等 高端周边产品	--	--	0.37	0.36	0.21	0.20	0.05	0.04
合计	253.52	252.76	249.11	249.09	249.05	280.53	56.24	64.86

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从结算方式来看，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，其主要原材料供应商的账期约为 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，整体回款情况较好，但受苏宁违约事件影响，公司对苏宁的结算方式由赊销改为预付机制，收款方式由商业承兑汇票改为电汇和银行承兑汇票，并对存量应收票据和应收账款计提较高比例的坏账准备。

研发方面，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和基于互联网的家用电器个性化定制项目等。

大宗产品产业链业务收入系公司主要营业收入来源之一，但该业务受市场行情以及相关政策影响较大，需持续关注其未来业务稳定性

¹ 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，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。

公司大宗产品产业链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。截至 2023 年末，热联集团注册资本为 33.87 亿元，公司直接持股 51.00%；年末资产总计 478.30 亿元，负债合计 386.11 亿元，当年取得营业收入 2,555.54 亿元，实现净利润 7.77 亿元。

贸易品种方面，热联集团（含杭实国贸）主要贸易品种包括钢材（螺纹钢、线材和热卷等）、化工（橡胶、能源油品和醇烯烃类等）、原料（铁矿石和焦煤等）、农产品（棉花、油脂和谷类等）及有色金属等。热联集团的网点建设遍布境内外多个国家与地区，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。仓储方面，公司主要租赁央企、国企和部分长期合作的民企仓库。截至 2024 年 3 月末，公司共经营仓库 16 个，库容约 95 万吨，分布在浙江、京津冀和广东。

贸易模式方面，公司大宗贸易以内贸为主，具体以自营、基差贸易、联合销售、配送、代理等方式展开。其中，自营模式由于存在敞口头寸，公司将其纳入风险敞口管理，常与基差贸易相结合，把价格风险转化为波动率较低的基差风险；联合销售模式下，公司一般采取以销定采策略，不承担价格风险，若下游客户违约，则向供应商行使退货权，并向下游客户收取违约金。此外，公司贸易模式还包括三国贸易模式、出口模式和进口模式，其中三国贸易模式是指境外采购、境外销售，主要应用于钢材、化工和少量农产品业务，以背对背和基差贸易等方式相结合；出口模式是指境内采购、境外销售，主要应用于钢材，以自营、背对背和基差贸易等方式展开；进口模式是指境外采购、境内销售，主要应用于钢材、原料和化工类业务，以代理、自营、基差贸易等方式展开。

上下游方面，2023 年公司前五大供应商合计采购金额占当年采购总额的比重为 7.99%，前五大下游客户的销售金额占销售总额的 3.84%。从结算方式来看，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，由资金管理中心统一管理，并在价格风险、预付款风险、库存及物流风险等方面建立了完善的风险控制机制。

业务开展情况方面，受贸易环境变化及大宗商品价格波动较大等影响，公司主要贸易品种的销量呈现一定分化。

表 4：近年来热联集团主要贸易品种的进货和销售情况（万吨）

品种	2021		2022		2023		2024.1~3	
	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	1,999.9	2,024.3	1,831.6	1,784.0	2,639.90	2,693.50	449.9	357.3
化工类	1,093.0	1,139.3	1,005.8	927.6	1,439.60	1,449.80	336.8	268.3
原料类	1,860.3	1,854.8	3,466.9	3,351.7	4,124.40	4,173.70	453.9	511.2
有色金属类	59.6	59.3	36.5	36.9	88.3	86.3	22.1	20.8
农产品类	163.3	188.7	71.6	79.8	118.4	112.3	10.8	8.3
建筑材料类	235.5	160.6	320.9	316.4	170.3	163.6	15.5	14.9
其他	--	--	--	--	6.8	7.1	26.4	26.4
合计	5,411.7	5,427.0	6,733.4	6,496.4	8,587.7	8,686.2	1,315.4	1,207.2

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，但土地出让进度及土地返还款回款进度存在较大不确定性

公司土地开发业务主要由下属全资子公司杭州市工业企业投资发展有限公司（以下简称“工投发展”）负责运营，该业务主要系因下属企业搬迁而产生。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》，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。

公司土地开发业务基本已完成，截至 2024 年 3 月末，公司已完成土地一级开发毛地面积约 1,990.78 亩，公司开发后的地由土储中心通过招拍挂方式对外出让，2024 年 3 月末已完成出让 1,190 亩，主要为住宅及商业用地性质。截至 2024 年 3 月末，公司累计获得土地出让返还款 108.33 亿元。

工投发展将未来发展的主要方向定位为产业园区的建设与运营，截至 2024 年 3 月末，杭实科创中心项目已完工并投入使用。截至同期末，公司还有 3 个在建的产业园区项目。

表 5：截至 2024 年 3 月末，公司在建产业园情况（万平方米、亿元）

项目名称	面积	计划总投资	已完成投资	预计完工时间
仁和里一期	9.08	6	2.53	2025 年 5 月
仁和里二期	6.67	5	1.19	2025 年 10 月
LOFT49 二期	6.29	6.5	1.83	2024 年 12 月
合计	22.04	17.5	5.55	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，近年来公司本部投资对象无明显变化，投资收益略有波动；同时，由于公司大力发展基金和资产管理业务，股权投资规模逐步增长，资本实力稳步提升；由于资金需求波动，财务杠杆亦有所波动，但对利息支出的保障能力保持在较好水平。未来需关注本部对被投企业的分红政策、投资项目退出进展及债务与资产期限结构匹配情况。

公司本部无具体经营业务，利润主要来自投资收益，受益于公司本部对融资成本的有效控制，近年来财务费用逐年减少。由于公司投资对象无明显变化，受投资标的业绩波动影响，近年来公司投资收益略有波动。未来需对本部对下属子公司分红政策及投资项目退出情况保持关注。

本部总资产主要由自有及归集非上市子公司的货币资金、债务工具投资和对子公司以及联营企业的投资等组成，以非流动资产为主。2023 年以来，由于未分配利润等增加，本部货币资金有所增长，同时，随着公司国债逆回购、信托产品和结构性存款等投资项目的减少，交易性金融资产有所下降。本部长股权投资主要系对子公司的投资以及对联营企业的投资，其中，2023 年末，长期股权投资同比增长主要系对杭实资管受托管理的杭州赋实投资管理合伙企业增资 10.69 亿元。本部投资组合以对子公司的投资为主，处置变现可能性较小，资产流动性一般。本部负债主要系有息债务和长期应付款，近年来公司总债务逐年下降，截至 2024 年 3 月末，总债务规模降至 51.90

亿元，其中短期债务占比为 35.40%。公司长期应付款主要是公司做地项目征地和拆迁补偿及安置费等专项应付款。此外，公司其他应付款主要系做地项目专项应付款。公司净资产规模逐年增长，2023 年增加主要是当期收到杭州小轮车总厂资产转让款 1,044.68 万元、按权益法调整增加资本公积 2.33 亿元等。由于公司负债规模有所波动，近年来公司本部财务杠杆亦随之波动，但仍处于较优水平，但预计随未来投资增加，债务规模将持续上升，需关注其债务与资产期限结构匹配情况。

本部经营活动净现金流主要来自收到其他与经营活动有关的现金，2023 年有所下降主要系归集到资金集中管理系统中的资金减少所致，同时由于 2023 年公司让渡资金使用权收入有所减少，同年公司销售商品、提供劳务收到的现金亦有所减少。近年来，公司本部稳定收到投资活动产生的现金流入，但 2023 年公司本部支付其他与投资活动有关的现金有所增加，主要是公司本部支付给关联方的借款，使得 2023 年投资活动产生的现金流量净额有较大幅度下降。公司本部投资资金来源主要为债务融资和自有资金支持，由于 2023 年公司到期偿还债务有所增长，筹资活动产生的现金流量净额为负。

表 6：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、X）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业总收入	5.33	3.12	1.26	0.27
期间费用合计	2.97	2.21	1.72	0.45
投资收益	17.28	16.01	19.98	2.18
利润总额	19.68	18.79	19.65	1.86
经调整的净资产收益率(%)	11.77	10.78	10.95	0.94
货币资金	12.66	27.37	30.01	50.15
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	13.88	33.28	7.22	8.12
长期股权投资	173.60	205.16	251.60	251.08
其他非流动金融资产	14.86	11.72	6.97	6.96
总资产	291.48	291.31	307.32	338.72
应收类款项占比(%)	23.96	2.20	1.95	4.99
投资组合账面价值	214.99	278.44	295.80	316.31
投资组合市值	214.99	278.44	295.80	316.31
实收资本	60.00	60.00	60.00	60.00
资本公积	4.54	5.32	5.10	5.15
经调整的所有者权益合计	156.89	169.66	183.20	184.99
一年内到期的非流动负债	3.00	26.59	1.91	16.87
短期债务	19.00	29.79	10.62	18.37
总债务	76.36	61.92	59.15	51.90
资产负债率(%)	46.18	41.76	40.39	45.38
总资本化比率(%)	32.74	26.74	24.41	21.91
经营活动产生的现金流量净额	3.65	3.39	1.05	4.44
投资活动产生的现金流量净额	3.60	34.95	6.09	1.47
其中：收回投资收到的现金	44.51	41.03	75.18	2.98
取得投资收益收到的现金	9.90	12.63	9.14	0.81
投资支付的现金	63.13	84.98	81.41	1.03

取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.57	0.79	0.46	0.37
筹资活动产生的现金流量净额	-4.89	-23.64	-4.51	14.23
货币等价物/短期债务(X)	1.40	2.04	3.51	3.17
现金流利息保障倍数(X)	4.55	5.58	4.41	9.52
总债务/投资组合市值(%)	35.52	22.24	20.00	16.41

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，随着公司业务的持续发展，合并口径资产负债规模均有所增长。同时，公司利润总额受热联集团的基差贸易实务影响较大；总体来说，公司目前较好的经营获现水平和筹资能力为资本支出提供了支持，总体偿债能力良好，但不排除公司后续会扩大投资规模的可能，需对未来财务杠杆水平保持关注。

公司利润总额主要由投资收益和公允价值变动收益构成。公司投资收益中处置衍生金融资产/负债产生的投资收益主要系公司子公司热联集团为规避在黑色、原料、化工、农产品等大宗商品价格波动风险、存货以及尚未确认的确定承诺的公允价值发生波动的风险，通过商品期货合约对公司持有的存货及尚未确认的确定承诺进行套期。2023 年因价格变动导致基差波动较大，致使处置衍生金融资产/负债产生的投资收益大幅下降，带动公司投资收益随之减少。热联集团于近年将购入的商品期货合约指定为套期工具，该等合约与相应的存货和确定采购承诺的条款相对应，采用比率分析法评价套期有效性²。

随着业务发展，公司合并口径资产与负债规模持续增长。其中，货币资金、主要由大宗产品产业链业务的库存商品构成的存货以及长期股权投资规模较大。合并口径负债主要系经营性负债和有息债务，其中短期负债占比很高。由于未分配利润的增长，合并口径权益亦有所增长。2023 年随着债务规模的上升，公司财务杠杆比率有所增长。

现金流方面，受外部经济环境等因素影响，公司暂时放缓了对外投资的力度，2023 年投资支付的现金规模较上年有所减少。受销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加影响，2023 年公司经营活动产生的现金流由净流出变成净流入。2023 年公司取得借款收到的现金大幅增加，但同到期债务规模仍较大，且当期支付的承兑汇票、信用证等各项保证金规模较多，因此 2023 年筹资活动产生的现金流呈净流出状态。整体来看，货币资金及畅通的融资渠道可为债务到期偿付提供保障，总体偿债能力良好，但仍需为未来公司财务杠杆水平保持关注。

表 7：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
利润总额	50.90	44.69	37.18	4.22
总资产收益率(%)	7.94	7.08	5.65	3.06*
货币资金	124.85	113.97	155.02	170.29
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	23.62	45.71	22.56	37.31
长期股权投资	93.06	113.07	142.30	142.42
其他非流动金融资产	45.52	47.41	43.20	43.03

²热联集团在基差贸易实务中，对于满足套期保值有效性之外的头寸，现货端计入毛利核算、衍生品端未到期部分计入当期损益—公允价值变动损益，已经到期部分计入投资收益。

总资产	754.41	770.39	858.55	993.17
总债务	266.40	279.83	340.89	391.56
所有者权益合计	220.47	232.75	252.66	256.60
总资本化比率(%)	54.72	54.59	57.43	60.41
经营活动产生的现金流量净额	-3.66	-1.29	21.53	-114.88
投资活动产生的现金流量净额	-10.62	22.95	17.59	-1.59
筹资活动产生的现金流量净额	24.01	-11.50	-22.65	127.84
货币等价物/短期债务(X)	0.48	0.53	0.43	0.42
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	-0.28	-0.12	1.72	-38.93
总债务/EBITDA(X)	4.24	4.76	6.69	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 年 3 月末，公司合并口径受限资产合计为 64.40 亿元，占当期末总资产的 6.48%，主要系受限货币资金 62.70 亿元。同期末，本部受限资产为货币资金 0.70 亿元。

截至 2024 年 3 月末，公司对外担保余额为 0.47 亿元，其中为浙江华丰龙赛尔纤维科技有限公司提供担保余额 0.43 亿元。同期末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼。

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，截至 2024 年 5 月，公司银行借款和其他债务均能够到期还本、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 2024 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

- 2024 年，公司本部业务板块运营稳定，营业收入水平稳中有升。
- 2024 年，公司本部存在股权投资、基金出资等投资计划。
- 2024 年，公司本部债务规模呈增资态势。

预测

表 8：公司重点财务指标预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总债务/投资组合市值(%)	22.24	20.00	27.70~33.86
总资本化比率(%)	26.74	24.41	34.35~41.99
现金流利息覆盖倍数(X)	5.58	4.41	2.77~3.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司本部流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

截至 2024 年 3 月末，公司本部可动用账面资金为 50.15 亿元，可为日常经营及债务偿还提供资金来源。同期末，公司本部可用银行授信为 168.78 亿元，备用流动性充足。公司资金流出主要用于债务的还本付息及外部投资。根据公司规划，未来一年公司资本开支主要用于对子公司、基金出资及债权等投资支出，基本维持在 40~50 亿元左右，主要通过自有资金和外部融资予以满足。公司本部债务结构较为合理，根据集团内部需求进行资金调剂，未来一年内公司本部到期债务为 18.37 亿元；此外，2023 年公司本部利息支出已增至 2.31 亿元，预期未来一年利息支出将随着债务规模的增长而增加。公司本部财务杠杆水平尚可，受限资产规模小，仍有较大的再融资空间。综上所述，公司资金平衡状况尚可，流动性较强，未来一年流动性来源对流动性需求形成有效覆盖。

表 9：截至 2024 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	1 年及以下	1 年以上
本部口径	18.37	33.53
合并口径	344.54	47.02

注：不包含利息，本部口径到期债务不包含与子公司往来款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径资金流出主要系债务还本付息、股权投资和固定资产投资，公司总体经营获现能力较强，现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，融资渠道畅通，资金平衡状况良好。因受股权及基金投资规模扩大以及业务发展等影响，合并口径债务持续增长，但公司短期债务规模较大，面临一定集中到期压力。截至 2024 年 3 月末，货币资金为 170.29 亿元，其中受限 64.40 亿元；合并口径银行授信额度 812.51 亿元，未使用授信余额 465.54 亿元。同时，公司拥有尚未使用的在手批文额度 73 亿元。总体来看，公司渠道畅通，财务弹性良好。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司 ESG 对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司的土地开发和产业园建设运营等业务可能会面临一定环境风险。截止目前，公司尚未受到监管处罚，在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，人员稳定性较高；跟踪期内未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

⁴中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

外部支持

中诚信国际认为，杭州市政府支持能力很强，主要体现在以下方面：

公司实际控制人为杭州市国资委，杭州市经济实力位于全国前列，是中国经济最发达的地区之一。杭州市民营经济活跃，根据全国工商联发布的“2023 中国民营企业 500 强”，杭州市企业上榜数为 42 家，入围企业数连续第 21 年位居全国城市第一。2023 年全市民营经济占地区生产总值的 61.2%，民间投资占固定资产投资总额的 51.9%。近年来，杭州市大力发展以数字经济为核心的新经济，加快构建现代化经济体系，2022 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 40.0%，数字经济核心产业增加值 5,675 亿元，增长 8.5%；高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值分别增长 1.3%、2.6%和 7.8%。2023 年，杭州市 GDP 和一般公共预算收入仍居省内第一，人均 GDP 排名全省第三。稳定的经济增长和良好的产业结构为杭州市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入水平位居省内首位。2021~2023 年全市一般公共预算收入分别为 2,386.59 亿元、2,450.61 亿元和 2,616.81 亿元，主要来自税收收入，财政自给能力较强。同期，杭州市政府性基金收入分别为 2,460.61 亿元、3,202.24 亿元和 2,233.40 亿元。

同时，杭州市政府对公司的支持意愿强，主要体现在：

- 1) 对政府重要性较高：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，对政府重要性较高。
- 2) 与政府的关联度高：公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，由杭州市国资委直接控股并实际管控，同时在资金资产注入上获得政府一定支持。

跟踪债券信用分析

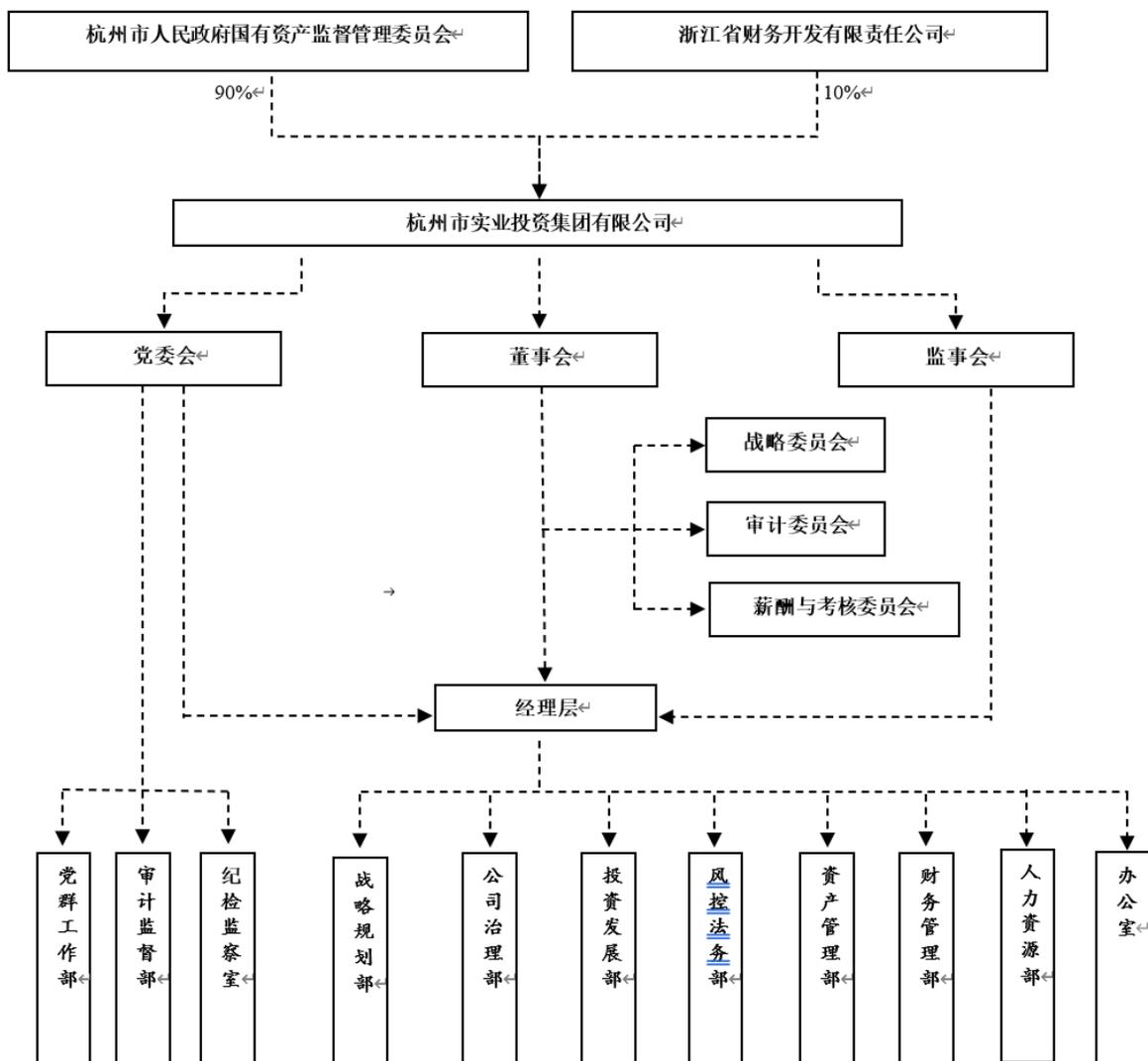
“21 杭实 01/21 杭实债 01”募集资金 15.00 亿元，用于补充营运资金。截至目前，募集资金已按约定用途全部使用完毕。

“21 杭实 01/21 杭实债 01”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。考虑到公司职能定位重要，业务经营稳步向好，且可持续获得外部支持，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。从债券到期分布来看，集中到期压力不大，目前跟踪债券信用风险很低。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持杭州市实业投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“21 杭实 01/21 杭实债 01”的债项信用等级为 **AAA**。

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 2024 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3	
货币资金	1,248,483.48	1,139,735.85	1,550,245.21	1,702,927.37	
应收账款	657,857.96	448,918.94	547,978.95	582,750.75	
其他应收款	1,292,831.46	869,676.28	626,623.15	913,117.34	
存货	977,733.73	1,141,226.42	1,442,775.29	2,049,457.84	
长期投资	1,395,754.68	1,634,159.47	1,866,565.87	1,864,064.00	
固定资产	464,047.58	457,181.31	440,346.13	443,319.93	
在建工程	625.10	510.09	3,835.82	4,579.78	
无形资产	16,745.94	14,518.82	19,386.91	19,121.71	
资产总计	7,544,066.09	7,703,906.70	8,585,520.98	9,931,657.92	
其他应付款	161,679.07	170,816.81	306,809.52	321,253.94	
短期债务	2,019,547.37	2,363,540.87	2,814,890.11	3,445,369.68	
长期债务	644,469.69	434,751.59	594,012.32	470,189.94	
总债务	2,664,017.06	2,798,292.46	3,408,902.43	3,915,559.62	
净债务	1,962,058.60	2,006,279.49	2,446,934.49	2,856,665.14	
负债合计	5,339,351.58	5,376,373.21	6,058,952.91	7,365,617.73	
所有者权益合计	2,204,714.52	2,327,533.50	2,526,568.07	2,566,040.19	
利息支出	131,430.99	107,500.92	124,883.73	29,507.13	
营业总收入	18,105,520.93	17,712,483.98	26,474,896.97	4,223,627.75	
经营性业务利润	53,379.47	20,377.21	68,071.96	-14,351.08	
投资收益	522,885.25	626,043.05	163,247.60	109,024.79	
净利润	442,432.01	384,221.64	321,088.82	39,043.40	
EBIT	598,813.34	539,870.33	460,136.30	--	
EBITDA	628,488.60	588,116.83	509,286.41	--	
经营活动产生的现金流量净额	-36,575.04	-12,884.56	215,345.10	-1,148,803.14	
投资活动产生的现金流量净额	-106,188.56	229,474.00	175,903.73	-15,906.43	
筹资活动产生的现金流量净额	240,123.47	-115,045.22	-226,536.83	1,278,414.75	
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3	
营业毛利率（%）		2.50	2.16	1.47	1.30
期间费用率（%）		2.18	2.04	1.16	1.51
EBIT 利润率（%）		3.31	3.05	1.74	--
总资产收益率（%）		7.94	7.08	5.65	3.06
流动比率（X）		1.36	1.28	1.25	1.17
速动比率（X）		1.11	1.00	0.94	0.84
存货周转率（X）		18.05	16.36	20.19	9.55
应收账款周转率（X）		27.52	32.01	53.11	29.88
资产负债率（%）		70.78	69.79	70.57	74.16
总资本化比率（%）		54.72	54.59	57.43	60.41
短期债务/总债务（%）		75.81	84.46	82.57	87.99
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）		-0.09	-0.13	-0.01	-1.21
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）		-0.12	-0.15	-0.01	-1.38
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）		-0.28	-0.12	1.72	-38.93
总债务/EBITDA（X）		4.24	4.76	6.69	--
EBITDA/短期债务（X）		0.31	0.25	0.18	--
EBITDA 利息保障倍数（X）		4.78	5.47	4.08	--
EBIT 利息保障倍数（X）		4.56	5.02	3.68	--
FFO/总债务（X）		-0.04	0.08	-0.06	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、其他非流动负债和其他应付款中带息债务计入总债务统计。

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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	126,626.39	273,746.34	300,093.23	501,542.76
应收账款	2,543.41	0.21	0.00	0.99
其他应收款	695,707.78	64,186.15	60,045.34	169,010.72
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产	138,768.13	332,758.39	72,227.16	81,227.16
债权投资	--	--	--	--
其他债权投资	0.00	9,002.53	0.00	0.00
持有至到期投资	--	--	--	--
可供出售金融资产	--	--	--	--
长期股权投资	1,736,002.15	2,051,639.31	2,516,020.16	2,510,760.90
其他权益工具投资	--	--	--	--
其他非流动金融资产	148,551.29	117,235.64	69,709.37	69,608.25
固定资产	1,015.60	1,055.50	955.77	934.98
投资性房地产	39,002.70	35,604.17	33,083.12	33,046.65
资产总计	2,914,797.63	2,913,132.97	3,073,160.17	3,387,187.90
投资组合账面价值	2,149,947.95	2,784,382.20	2,958,049.92	3,163,139.07
投资组合市值	2,149,947.95	2,784,382.20	2,958,049.92	3,163,139.07
其他应付款	53,344.15	55,762.61	51,918.52	199,406.48
短期债务	190,038.94	297,938.14	106,167.26	183,725.17
长期债务	573,533.05	321,226.79	485,297.23	335,314.81
总债务	763,571.99	619,164.93	591,464.49	519,039.98
净债务	636,945.60	345,418.59	291,371.26	17,497.22
负债合计	1,345,935.04	1,216,510.47	1,241,142.06	1,537,250.33
所有者权益合计	1,568,862.58	1,696,622.51	1,832,018.11	1,849,937.57
利息支出	29,793.10	28,679.20	23,117.33	5,517.68
营业总收入	53,325.01	31,246.37	12,605.88	2,690.90
经营性业务利润	15,501.28	1,854.27	-8,619.87	-2,989.16
投资收益	172,792.81	160,090.47	199,763.50	21,828.27
净利润	184,593.30	175,981.06	193,150.67	17,360.16
EBIT	222,257.79	212,301.63	210,302.64	--
经营活动产生的现金流量净额	36,451.86	33,862.29	10,479.62	44,448.22
投资活动产生的现金流量净额	36,039.18	349,547.55	60,894.09	14,694.90
筹资活动产生的现金流量净额	-48,935.70	-236,408.02	-45,120.95	142,306.41
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产收益率（%）	7.63	7.29	7.03	3.02
经调整的净资产收益率（%）	11.77	10.78	10.95	0.94
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.57	0.79	0.46	0.37
应收类款项占比（%）	23.96	2.20	1.95	4.99
资产负债率（%）	46.18	41.76	40.39	45.38
总资本化比率（%）	32.74	26.74	24.41	21.91
短期债务/总债务（%）	24.89	48.12	17.95	35.40
总债务/投资组合市值（%）	35.52	22.24	20.00	16.41
现金流利息保障倍数（X）	4.55	5.58	4.41	9.52
货币等价物/短期债务（X）	1.40	2.04	3.51	3.17
总债务/EBITDA（X）	3.38	2.87	2.77	--
EBITDA/短期债务（X）	1.19	0.72	2.01	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.58	7.52	9.23	--
EBIT 利息保障倍数（X）	7.46	7.40	9.10	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、其他流动负债中带息债务计入总债务统计。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利、利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

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

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

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

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

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

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

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

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

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn