



# 杭州市国有资本投资运营有限公司

## 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 1629 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 2024 年 6 月 26 日至 2024 年 7 月 18 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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 6 月 26 日

## 本次跟踪主体

杭州市国有资本投资运营有限公司

## 本次跟踪主体评级结果

AAA/稳定

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“22杭资K1”债项存续期内对公司进行定期或不定期跟踪评级，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

本次跟踪维持主体上次评级结论，主要基于杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“杭州资本”或“公司”）持续获得股东的大力支持、核心子公司在细分领域保持较强竞争力、获得无偿划转资产并负责运营杭州市两大千亿级母基金、投资业务稳步推进、在投项目优质、偿债能力保持较好水平和资本实力稳步增强等因素对公司信用水平起到的支撑作用；但中诚信国际也关注到子公司经营业绩改善及应收款项回收情况、投资运营业务面临一定资本支出压力和投资项目退出存在一定不确定性等因素可能对公司经营和整体信用状况造成的影响。

## 评级展望

中诚信国际认为，杭州市国有资本投资运营有限公司信用水平在未来12~18个月内将保持稳定。

**可能触发评级上调因素：**不适用。

**可能触发评级下调因素：**公司对下属主要经营实体管控显著弱化，经营业绩显著下滑，偿债能力大幅下降，对外投资项目收益与退出情况不及预期，外部支持明显弱化等。

## 正面

- 2023年以来，杭州市经济环境保持良好，财政实力很强，公司持续获得股东的大力支持
- 核心子公司在细分领域保持较强竞争力
- 获得无偿划转资产，并负责运营杭州市两大千亿级母基金，投资运营业务稳步推进，在投项目优质
- 偿债能力保持较好水平，资本实力稳步增强

## 关注

- 子公司经营业绩改善及应收款项回收情况
- 投资运营业务面临一定资本支出压力，需关注投资资金的匹配情况
- 投资项目周期较长，退出情况存在一定不确定性

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

项目组成员：袁悦颖 yyuyuan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

## ● 财务概况

杭州资本（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	729.55	798.89	1,014.05	1,002.32
所有者权益合计（亿元）	362.96	390.23	459.82	476.00
负债合计（亿元）	366.60	408.67	554.23	526.32
总债务（亿元）	190.90	247.14	363.81	367.07
营业总收入（亿元）	376.87	357.10	350.70	66.79
净利润（亿元）	32.48	26.73	16.19	5.38
EBIT（亿元）	40.83	34.13	29.97	--
EBITDA（亿元）	49.38	44.99	42.02	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	17.86	20.10	30.41	4.58
营业毛利率（%）	15.76	17.36	15.25	15.47
总资产收益率（%）	--	4.47	3.31	--
EBIT 利润率（%）	10.83	9.56	8.55	--
资产负债率（%）	50.25	51.15	54.66	52.51
总资本化比率（%）	34.47	38.77	44.17	43.54
总债务/EBITDA(X)	3.87	5.49	8.66	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	10.97	6.16	3.20	--
FFO/总债务(X)	0.19	0.15	0.06	--
杭州资本（母公司口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
资产总计（亿元）	302.85	325.02	478.11	489.32
负债合计（亿元）	105.09	127.15	187.08	196.78
总债务（亿元）	88.20	109.10	128.01	128.11
所有者权益合计（亿元）	197.76	197.87	291.03	292.54
投资收益（亿元）	1.18	4.65	4.38	1.43
净利润（亿元）	0.24	2.84	2.42	0.02
EBIT（亿元）	1.81	5.47	6.34	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	13.57	1.10	40.96	9.85
经调整的净资产收益率（%）	--	1.44	0.99	0.01*
资产负债率（%）	34.70	39.12	39.13	40.21
总资本化比率（%）	30.84	35.54	30.55	30.46
总债务/投资组合市值（%）	30.40	35.31	29.72	29.65
现金流利息覆盖倍数(X)	9.05	1.63	11.42	--

注：1、中诚信国际根据杭州资本提供的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 2021 年度审计报告、经华兴会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具包含子公司应收账款事宜披露相关强调事项段无保留意见的 2022 年度审计报告<sup>1</sup>、经华兴会计师事务所（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 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数。2、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“\*”指标已经年化处理，特此说明。

<sup>1</sup> 根据中汇会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中汇”）关于对数源科技出具保留意见的专项说明，2022 年度数源科技开具服务费等内容的发票金额中有 6,479.59 万元无法实施有效的审计程序以获取充分、适当的审计证据确定上述相关交易的商业合理性；2022 年度数源科技将已付款采购的商品以一定的信用账期销售给客户，形成大额的应收款项，截至 2022 年末应收款项余额为 46,248.07 万元，上述款项已于审计报告日前收回 7,713.25 万元，中汇无法实施有效的审计程序以获取充分、适当的审计证据确定上述款项的性质；由于无法获取充分、适当的审计证据证实数源科技该部分业务的商业合理性，其对财务报表可能产生的影响重大，但不具有广泛性，故中汇对数源科技 2022 年度财务报表发表保留意见。上述事项导致西湖电子集团 2022 年财务报告被会计师事务所出具保留意见的审计报告，杭州资本 2022 年度财务报告被会计师事务所出具强调事项段无保留意见的审计报告。

## ● 同行业比较（2023 年母公司口径数据）

公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
杭实集团	主要管理杭州市化工、轻工和纺织等工业企业；主要业务板块为橡胶、家电、大宗商品贸易、服务及产业链投资等	307.32	60.00	40.39	19.98	19.32
杭州金投	杭州市金融控股投资主体，收入主要来自贸易、信托和担保等金融业务以及市民卡业务等，同时持有较大规模优质金融资产	470.48	53.14	78.84	21.65	8.13
杭州资本	公司为杭州市重要的国有资本投资运营公司，投资方向涵盖制氧机、汽轮机等多个领域以及战略新兴产业、国企改革项目等	478.11	100.00	39.13	4.38	2.42

中诚信国际认为，杭州资本与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，但与同行业相比，杭州资本成立时间较短，投资业绩有待持续观察，间接持有上市公司股份市值规模较大，同时，本部债务规模及财务杠杆较低。

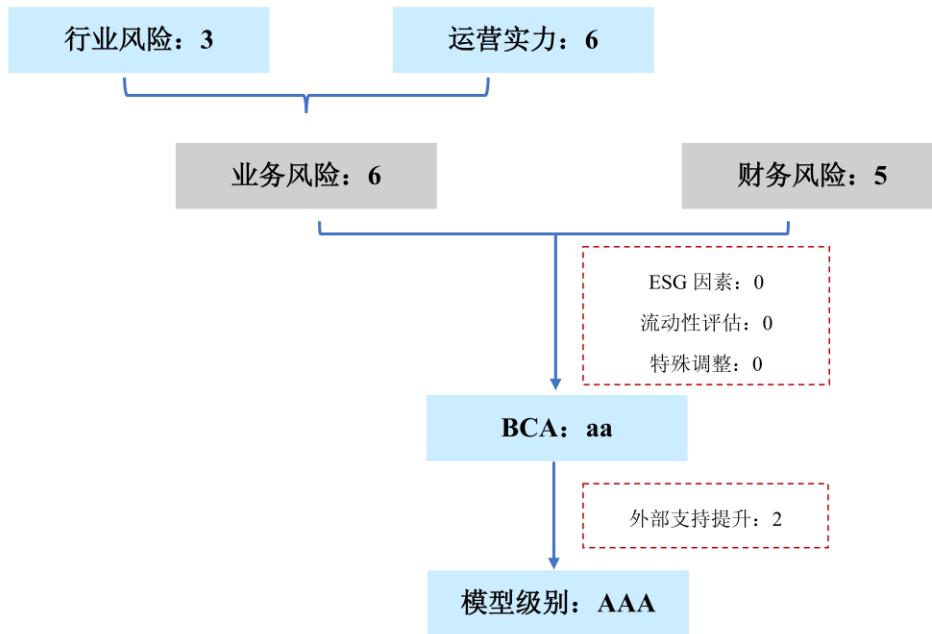
注：杭实集团为“杭州市实业投资集团有限公司”简称，杭州金投为“杭州市金融投资集团有限公司”简称。

## ● 本次跟踪情况

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
杭州资本	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/7/18 至本报告出具日

## ● 评级模型

杭州市国有资本投资运营有限公司评级模型打分(C210100\_2024\_02\_2024\_01)



注:

**调整项:** 当期状况对公司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，跟踪期内外部支持无变化。

**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>

## 业务风险

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>

中诚信国际认为，跟踪期内，杭州资本保持重要的投资职能定位，主要实体子公司经营稳健，母公司投资组合风险维持很低水平，资产证券化程度较高，总体流动性较好。

2023 年，公司产权结构未发生变化，新增董事后董事会成员已全部到位；公司战略方向明确，是杭州市政府做大做强国有资本最重要的市级战略板块，投资与风控管理体系运行情况良好，对下属企业主要管控模式无重大变化，投资业绩仍有待持续观察。

跟踪期内，公司产权结构未发生变化，董事会新增 5 名外部董事，1 名内部董事发生变化，目前公司董事会成员已全部到位<sup>2</sup>。同时，公司战略方向明确，2023 年以来业务定位未发生变化，作为杭州市政府做大做强国有资本最重要的市级战略板块，公司是杭州市政府明确的从事从早期科创投资到中后期产业投资全生命周期的国有资本投资运营公司，跟踪期内根据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”）安排开展多项资产划转，进一步增强公司资本实力，未来是否仍有资产划转安排需持续关注。未来，公司将继续锚定做强资本做大产业做优生态战略目标，推动国有资本在智能物联、生物医药、高端装备、新材料、绿色能源等战略新兴产业布局，重点开展科创投资、产业投资、股权管理、资本运作、股权管理等业务<sup>3</sup>。

投资管理方面，2023 年以来公司投资与风控管理体系运行情况良好，进一步加强对子公司西湖电子集团有限公司（以下简称“西湖电子集团”）的管控，对下属企业的主要管控模式无重大变化；公司未出现重大风险项目，但由于投资时间较短，目前公司收益主要为子公司现金分红，投

<sup>2</sup> 目前，公司董事会构成如下：孙刚峰（董事长）、陈燕霆（副董事长、总经理）、颜才满（董事、副总经理）、张维婕（职工董事、财务负责人）、泮红（外部董事）、王家华（外部董事）、徐云鹤（外部董事）、项茹冰（外部董事）、王廷亮（外部董事）。

<sup>3</sup> 除前期牵头组建的千亿规模杭州创新基金外，公司新成立杭州市科创集团有限公司，负责早期科创投资及组建千亿规模杭州市科创基金的任务。公司负责组建的科创基金、创新基金与杭州市金融投资集团有限公司负责的并购基金等 3 支千亿母基金，共同推动形成杭州市覆盖全生命周期、全产业链条、总规模超 3,000 亿元的“3+N”杭州基金集群。

资运营项目退出较少，投资业绩仍有待持续观察。

**表 1：2023 年以来公司资产划入划出情况（亿元）**

公告时间	资产划入/划出	标的	对手方	主要财务数据		对公司净资产的影响
				总资产	净资产	
2023/03	无偿划出	杭州电力设备制造有限公司 40%股权	杭州市城市建设投资集团有限公司	78.63	45.49	-43.05
	无偿划入	杭州市高科技投资有限公司 100%股权	杭州市财政局	57.60	53.88	+48.61
		杭州投资发展有限公司 100%股权		452.08	306.52	+37.66
2023/11	无偿划出	杭州上市公司稳健发展引导基金合伙企业(有限合伙) 100,000 万元份额	杭州市金融投资集团有限公司	--	--	-11.18
2024/01	无偿划入	深圳海联讯科技股份有限公司 29.80%股权	杭州市金融投资集团有限公司	6.94	5.10	+1.51
2024/03	无偿划入	杭州政兴人力资源开发有限公司 100%股权	杭州市商贸旅游集团有限公司	0.88	0.14	+0.11
	无偿划出	杭州旅游集团有限公司 100%股权		0.03	0.03	-0.03
	无偿划出	杭州城市大脑技术与服务有限公司 50%股权	杭州市金融投资集团有限公司	0.35	0.19	-0.20

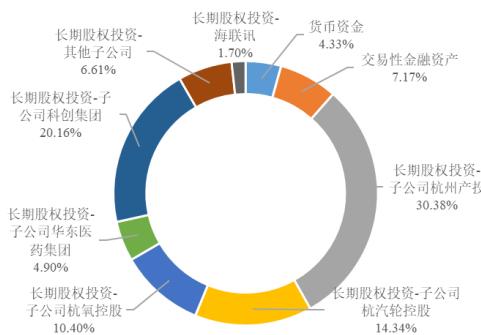
注：1、各主体主要财务数据为公告时间上年末情况；2、截至 2022 年末，杭州上市公司稳健发展引导基金合伙企业（有限合伙）划转份额账面价值为 11.85 亿元，其中本金 10 亿元，因纾困基金盈利导致的增值部分 1.85 亿元，截至公告出具日，已向公司下属子公司分回利润 0.67 亿元；3、深圳海联讯科技股份有限公司已于 2024 年 1 月 26 日更名为“杭州海联讯科技股份有限公司”。

资料来源：公司公告及提供数据，中诚信国际整理

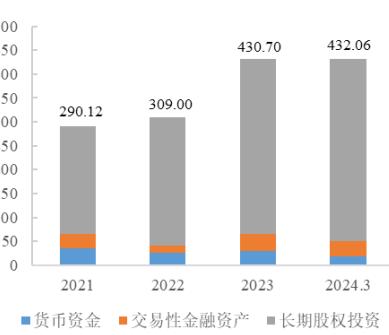
**母公司投资组合以控股的子公司为主，投资涉及多个行业，投资组合风险维持很低水平；资产证券化程度较高，流动性保持较好水平。**

2023 年，由于母公司对杭州产业投资有限公司（以下简称“杭州产投”）增资 32.05 亿元，加之由杭州市科创集团有限公司（以下简称“科创集团”）持有当年无偿划入的杭州市高科技投资有限公司（以下简称“杭高投”）及杭州投资发展有限公司（以下简称“杭投发”）股权，年末母公司投资组合市值显著增长；2024 年以来，无偿划入海联讯股权令 3 月末投资组合规模进一步上升。整体来看，母公司无实体经营业务，投资组合以对控股子公司的投资为主，单个子公司投资额占比较低，投资领域涵盖资本市场服务、设备制造、批发零售等多个领域，控股产业类子公司较为成熟，投资类子公司进行投资运营业务，对外投资标的较为分散，母公司投资组合风险很低。

**图 1：截至 2024 年 3 月末母公司投资组合分布情况**



**图 2：近年来母公司投资组合变化情况（亿元）**



注：1、表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比；2、杭汽轮控股为“杭州汽轮控股有限公司”简称，杭氧控股为“杭州杭氧控股有限公司”简称，华东医药集团为“杭州华东医药集团有限公司”简称。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资产流动性方面，母公司直接持股上市公司股份市值较少，通过全资持股平台间接持有多家优质上市公司股份，市值合计为 328.60 亿元，上述持股均无质押，此外，母公司持有一定的货币资金和理财产品，总体资产证券化程度较高，流动性较好。

**表 2：截至 2024 年 3 月末母公司持有的上市公司情况（亿元）**

上市公司全称	简称	证券代码	企业类型	投资主体	持股市值
<b>母公司直接持有的上市公司</b>					
杭州海联讯科技股份有限公司	海联讯	300277	参股公司	母公司	7.35
<b>母公司间接持有的上市公司</b>					
杭氧集团股份有限公司	杭氧股份	002430	控股子公司	杭氧控股	151.97
杭州汽轮动力集团股份有限公司	杭汽轮	200771	控股子公司	杭汽轮控股	48.42
数源科技股份有限公司	数源科技	000909	控股子公司	西湖电子集团有限公司	8.71
华东医药股份有限公司	华东医药	000963	参股公司	华东医药集团	89.28
杭州银行股份有限公司	杭州银行	600926	参股公司	杭州汽轮动力集团股份有限公司	30.21
四川泸天化股份有限公司	泸天化	000912	参股公司	杭州汽轮动力集团股份有限公司	0.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**2023 年以来，公司推进杭州科创基金和杭州创新基金组建工作，并持续进行市场化项目投资，目前在投项目较为优质且能够获得一定的财政资金支持，未来需关注投资资金匹配、项目退出和投资收益实现情况。**

2023 年以来，公司继续通过股权直投、设立产业基金和专项子基金等形式进行投资，截至 2024 年 3 月末，公司投资运营业务累计完成对外投资 201.58 亿元，未来拟计划投资 285.53 亿元，其中 2024 年计划出资 102.75 亿元，重点投资项目退出计划 2.35 亿元。资金来源方面，除前期杭州市财政拨付的 32 亿元外，2023 年公司收到财政资金合计 23.81 亿元<sup>4</sup>，未来有望持续获得杭州市财政资金支持。

直投项目方面，截至 2024 年 3 月末，公司直投项目认缴规模 41.49 亿元，已投资 37.57 亿元，主要在投项目包括浙江零跑科技股份有限公司（以下简称“零跑汽车”）等，2023 年新增投资浙江长龙航空有限公司<sup>5</sup>12.00 亿元。项目退出方面，2023 年港股上市项目零跑汽车尚未退出，通过基金专项投资的中欣晶圆仍在科创板上市审核问询阶段，未来上述项目通过二级市场退出或将为公司贡献投资回报。

产业基金方面，2023 年，公司及下属科创集团在杭州市国资委的指导下牵头组建千亿规模的杭州科创基金<sup>6</sup>和杭州创新基金<sup>7</sup>，通过母基金形式与超过 140 家各类优质机构合作，对外投资规模快速增长，其中 90%以上资金投向民营企业，为杭州市产业发展和科技创新提供有力支撑。

**中诚信国际关注到，公司根据市委市政府的全新功能定位持续开展投资运营业务，在投项目优质并且能够获得一定的财政资金支持，但该业务尚处于起步阶段，仍需较大规模资金投入，未来项**

<sup>4</sup> 自 2023 年起，杭州市本级财政将每年统筹安排资金用于杭州科创基金、杭州创新基金和杭州并购基金三支基金的出资。

<sup>5</sup> 浙江长龙航空有限公司是以杭州机场为主运营基地的浙江省唯一本土客、货运航空公司，拥有国内国际、客运货运全牌照运营资质。

<sup>6</sup> 杭州科创基金是以科创集团为运营主体，功能定位为政策性的政府引导基金。投资方向为“投早、投小、投科”，投资阶段以初创期的科创投资（包括天使投资、创业投资）为主，重点为全市人才创业、中小企业创新、专精特新企业发展、科技成果转化提供政策性投融资服务。截至 2023 年末，杭州科创基金累计合作规模超 600 亿元，累计合作子基金数量超 200 支，累计投资企业超 2,000 家，撬动社会资本超 450 亿元。

<sup>7</sup> 杭州创新基金是由杭州市政府主导设立，采用市场化方式运作的市场化国资产业基金，以杭州产投为主体，投资阶段以成长期私募股权投资(PE)为主。以母基金的形式参股投资或发起设立各类行业母基金、子基金和专项子基金。通过与区县（市）捆绑、与优秀机构合作、与产业方向结合，充分发挥国资产业基金投资撬动作用，重点支持杭州市五大产业生态圈规模化发展。截至 2023 年末，杭州创新基金组建规模超 850 亿元，累计投资项目超过 300 个，累计投资金额超 230 亿元，撬动社会资本超 800 亿元。

目退出易受宏观经济、相关政策和市场行情等因素影响，仍需关注投资资金的匹配情况及未来投资项目退出和收益实现情况。

**2023 年以来，核心子公司在细分行业领域仍保持较强竞争实力，但经营业绩有所分化，杭氧股份保持较强的盈利能力，杭汽轮业绩增长，西湖电子集团亏损规模扩大，未来需对其流动性及业绩改善保持关注。**

2023 年，杭州资本合并范围内实体企业经营业绩有所分化，但核心子公司在细分行业领域仍保持较强竞争实力。此外，参股投资的华东医药 2023 年业绩良好，收入与利润规模稳步增长。

2023 年以来，杭氧股份在国内空分设备领域保持很强的竞争实力，市场占有率达到 40% 以上，当年新签设备销售合同额达 64.70 亿元，同比基本持平；同时，杭氧股份加速拓展气体零售业务，当年销售液体气 240 万吨、瓶气 43 万瓶，并积极拓展医疗气体、食品气体、高纯气体等应用领域。整体来看，2023 年空分设备及气体销售收入均实现同比增长，受稀有气体价格大幅下滑及液体市场低迷等因素影响，气体销售毛利率有所下滑，当年仍保持了较强的盈利能力。此外，2023 年 5 月，杭氧股份公告杭州资本拟收购浙江盈德控股集团有限公司（以下简称“浙江盈德”）100% 股权，浙江盈德与杭氧股份均为工业气体行业龙头企业，上述收购若能成功完成，将有利于为杭氧股份提前锁定同行业优质资产投资机会，增强市场竞争力。

作为我国最大的工业汽轮机制造公司，2023 年杭汽轮市场占有率达到 70%，保持了较好的行业地位和技术优势。同时，随着国家产业政策调整，分布式天然气发电及企业自备电厂对中小型燃气轮机需求增加，杭汽轮抓住市场机遇实现燃气轮机产销量大幅增长，当年相关收入增至 10.26 亿元，较上年增长 5.34 亿元，带动杭汽轮收入及利润同比上升。此外，杭汽轮于 2023 年内引入战略投资者杭州启同股权投资合伙企业（有限合伙）<sup>8</sup>，进一步深化国企改革，完善治理结构。

跟踪期内，杭州国裕国际贸易有限公司（以下简称“国裕国贸”）业务模式仍以基差贸易和配供贸易为主，2023 年铁矿及合金贸易规模扩大，带动其收入同比增长，但受大宗商品贸易业务特性影响，净利润仍相对较低。

西湖电子集团主营业务包括电子信息产业、新材料新能源和科技园区三大板块，2023 年收入小幅增长，但由于当年坏账损失大幅增加令其亏损幅度扩大，流动性压力亦有所增加。此外，中诚信国际关注到，西湖电子集团及下属上市公司数源科技 2023 年均被出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告<sup>9</sup>，为改善其状况，杭州资本给予西湖电子集团资金拆借和担保等财务支持<sup>10</sup>并加强对其业务和管理的管控，未来需对西湖电子集团流动性及经营业绩改善情况保持关注。

<sup>8</sup> 杭州启同股权投资合伙企业（有限合伙）通过公开征集转让方式签署协议受让杭汽轮控股所持有的 49,008,999 股非上市流通股份（占杭汽轮总股本的 5%），每股价格 8.95 元，股份转让价款共计 4.39 亿元，相关股份已于 2023 年 6 月完成过户登记。综改试验（杭州）企业管理有限公司作为杭州启同股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州启同”）的普通合伙人，对外代表合伙企业执行合伙事务，对杭州启同的日常运营具有执行权，对杭州启同形成控制。国务院国资委为杭州启同的实际控制人。

<sup>9</sup> 西湖电子集团强调事项为：2023 年发生净亏损 14.80 亿元，且于 2023 年 12 月 31 日，流动负债高于流动资产 11.25 亿元。这些事项连同财务报表附注所示的其他事项，表明存在可能导致西湖电子集团短期流动性风险产生重大疑虑的重大不确定性。该事项不影响已发表的审计意见。数源科技强调事项为：数源科技虽然采取一系列措施对大额应收款进行了催收，但截至 2023 年 12 月 31 日尚有部分应收款项未收回。相关内部控制存在缺陷。本段内容不影响已对财务报告内部控制发表的审计意见。

<sup>10</sup> 截至 2023 年末，母公司对西湖电子集团资金拆借余额为 6.01 亿元，并对西湖电子集团发行的公司债“22 西电 01”提供担保，发行规模及债券余额为 10.00 亿元。

**表 3：公司下属主要经营实体财务数据（亿元）**

公司名称	2023			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
杭氧集团股份有限公司	226.20	100.82	133.09	12.75
杭州汽轮动力集团股份有限公司	159.28	85.40	59.24	6.66
杭州国裕国际贸易有限公司	30.39	5.25	125.95	0.31
西湖电子集团有限公司	78.47	14.83	8.89	-14.80
华东医药股份有限公司（参股）	335.09	215.82	406.24	28.46

资料来源：公司提供及上市公司年报，中诚信国际整理

## 财务风险

中诚信国际认为，2023 年以来母公司盈利有所波动，但股权投资规模继续增长，无偿划入资产等使其资本实力稳步增强，财务杠杆保持较优水平；公司通过外部融资满足对外出资需求，债务规模进一步扩张，但充足的货币等价物及较高的投资组合市值仍能为其偿债提供较好保障，同时公司间接持有上市公司股份市值较大，备用流动性充足，偿债能力保持较好水平。

### 盈利能力

投资收益是母公司利润的主要来源，2023 年，子公司分红保持稳定，但融资规模增加令以利息支出为主的期间费用进一步增加，利润总额有所下滑。2024 年一季度，理财产品收益增加令投资收益同比增长，母公司利润总额随之同比回升。但公司投资运营业务运营时间较短，项目退出数量较少，杭州产投及科创集团尚未为母公司贡献分红，未来仍需对下属企业分红政策及投资项目退出情况保持关注。

### 资产质量

2023 年以来，母公司总资产显著增长。具体来看，货币资金规模随归集非上市子公司资金规模及融资节奏等有所波动；2023 年母公司购买的理财产品增加令年末交易性金融资产增幅较大，加之对杭州产投增资、资产划入等令母公司长期股权投资大幅上升，2023 年以来母公司投资组合市值显著增长，但大部分仍为计划长期持有的战略性投资。此外，2023 年母公司对西湖电子集团资金拆借、与杭州产投及科创集团往来款增加，使得年末母公司其他应收款大幅增长，但应收款项占比仍维持较低水平。母公司负债以总债务为主，为满足投资资金需求，母公司口径债务规模逐步扩大，且 2023 年以来由于超短期融资券余额增长，加之较多一年内到期的债务重分类，短期债务规模及占比有所上升。其他应付款主要系母公司归集资金，2023 年以来增幅较大。得益于股权划入及陆续获得财政资金，2023 年末母公司资本公积及所有者权益大幅增长，资本实力稳步增强，财务杠杆处于较优水平。

### 现金流及偿债情况

母公司经营活动净现金流随着来自子公司资金归集净额和存款利息变化而有所波动；2023 年，母公司对外出资节奏加快，加之购买的理财产品增多，投资活动现金净流出规模扩大，公司通过债务融资满足对外出资需求，筹资活动现金净流入规模增长，但 2024 年一季度筹资活动现金流转为小幅净流出，主要系当期母公司融资规模较小，加之支付的利息有所增加所致。此外，本部投资收益主要系子公司现金分红，2023 年以来获现比例仍保持较高水平。截至 2024 年 3 月末，

受短期债务规模扩大影响，货币资金与理财产品对短期债务的覆盖程度有所下降但仍处于较好水平，投资组合市值亦能对债务偿还提供良好保障，现金流利息覆盖倍数增幅较大；同时，本部通过全资子公司间接持有上市公司股份市值较高且无质押；此外，截至 2024 年 3 月末，母公司共获得银行授信额度 1,075.37 亿元，其中尚未使用额度为 1,026.82 亿元，备用流动性充足。总体而言，母公司偿债能力仍保持较好水平。

**表 4：公司母公司口径主要财务数据及指标情况（亿元）**

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
期间费用合计	1.32	2.03	2.76	0.94
投资收益	1.18	4.65	4.38	1.43
<b>利润总额</b>	0.18	2.84	2.42	0.02
<b>经调整的净资产收益率(%)</b>	--	1.44	0.99	0.01*
货币资金	34.66	25.84	30.21	18.70
交易性金融资产	31.56	14.57	34.56	30.98
长期股权投资	223.89	268.59	365.92	376.54
投资组合账面价值	290.12	309.00	430.70	426.22
投资组合市值	290.12	309.00	430.70	432.06
其他应收款	5.57	5.39	20.82	32.24
应收类款项占比(%)	1.84	1.66	4.35	6.59
<b>总资产</b>	<b>302.85</b>	<b>325.02</b>	<b>478.11</b>	<b>489.32</b>
资本公积	95.29	95.39	188.44	189.94
<b>经调整的所有者权益合计</b>	<b>197.76</b>	<b>197.87</b>	<b>291.03</b>	<b>292.54</b>
其他应付款	16.83	17.83	58.44	68.37
短期债务	38.00	44.52	78.36	78.46
总债务	88.20	109.10	128.01	128.11
资产负债率(%)	34.70	39.12	39.13	40.21
总资本化比率(%)	30.84	35.54	30.55	30.46
经营活动产生的现金流量净额	13.57	1.10	40.96	9.85
投资活动产生的现金流量净额	-76.98	-21.97	-73.28	-20.24
其中：收回投资收到的现金	68.63	96.10	61.20	13.60
取得投资收益收到的现金	0.81	3.12	3.40	1.28
投资支付的现金	143.91	121.67	123.40	23.22
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.69	0.67	0.78	0.89
筹资活动产生的现金流量净额	85.93	15.55	36.68	-1.11
货币等价物/短期债务(X)	1.74	0.91	0.83	0.63
现金流利息覆盖倍数(X)	9.05	1.63	11.42	--
总债务/投资组合市值(%)	30.40	35.31	29.72	29.65

注：带“\*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 合并口径情况

2023 年，受西湖电子集团计提大额减值损失等影响，公司合并口径利润总额同比下降，盈利水平有所弱化。2023 年以来合并口径总资产保持较快增速，具体来看，西湖电子集团计提较多应收账款坏账准备令该科目余额下降，但制氧机和汽轮机等大型设备销售形成的应收账款仍保持较大规模，存货随杭州电力设备制造有限公司出表而有所下降，但未来仍需关注应收账款与存货的周转效率和坏账与跌价准备计提情况；随着杭氧股份在建空分及供气工程建设进度推进，2023 年末在建工程有所增加；对外产业投资增加以及华东医药、杭州联合农村商业银行股份有限公司<sup>11</sup>

<sup>11</sup> 截至 2024 年 3 月末，公司通过全资子公司杭氧控股间接持有其 9.99% 股权，2023 年对其权益法下确认投资收益 4.35 亿元，年末账面余额 33.54 亿元。

权益法下确认投资收益带动长期股权投资进一步增加。此外，2023 年杭高投与杭投发纳入合并范围，其对外投资并表令年末其他权益工具投资、其他非流动金融资产增幅较大，其他应收款亦大幅上升，主要系杭投发棚改专项贷款并表所致<sup>12</sup>。2024 年 3 月末，其他权益工具投资大幅减少，主要系涉及股权回购的杭州市地铁集团有限责任公司股权划转至杭州市政府所致<sup>13</sup>。公司合并口径负债主要系经营性负债和总债务，下属主要经营实体独立融资能力较强且总体经营性现金流充沛，融资规模随经营扩张而持续增加，加之杭投发棚改专项贷款并表，2023 年末总债务规模大幅上升，未来需关注棚改贷款清理进度及实际用款方偿还风险情况。2023 年以来，受益于较好的利润积累及合并范围增加，公司合并口径权益规模亦大幅增长，但融资规模扩张及棚改贷款并表令财务杠杆增幅较大。

现金流方面，2023 年公司汽轮机与气体销售等业务仍保持良好的销售回款水平，公司经营获现能力持续增强；投资活动仍保持较高资金需求，但较好的经营获现水平和筹资能力为公司资本支出提供支持。2023 年，债务规模扩大令公司主要偿债指标有所弱化，但整体仍处于较好水平，货币等价物能够对短期债务形成较好覆盖；截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 1,468.20 亿元，其中尚未使用额度为 1,190.56 亿元，备用流动性充足，同时考虑到较多的可变现资产及畅通的融资渠道亦可为公司债务到期偿付提供保障，总体偿债能力良好。资金管理方面，公司对上市公司以外的主体已基本实现资金归集，但由于国裕国贸的少数股东持股比例较高，且其经营的贸易业务资金需求较大，未对其实施资金归集。

表 5：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	36.78	31.11	21.02	6.43
应收账款	63.84	77.34	52.75	53.06
存货	104.62	99.58	63.03	77.57
其他应收款	15.09	21.37	112.48	117.68
长期股权投资	111.79	151.97	198.20	209.91
其他权益工具投资	41.13	41.85	78.10	36.69
其他非流动金融资产	14.89	29.59	82.53	87.43
在建工程	11.29	13.96	33.60	32.42
总资产	729.55	798.89	1,014.05	1,002.32
总债务	190.90	247.14	363.81	367.07
所有者权益合计	362.96	390.23	459.82	476.00
总资本化比率(%)	34.47	38.77	44.17	43.54
经营活动产生的现金流量净额	17.86	20.10	30.41	4.58
投资活动产生的现金流量净额	-79.75	-52.34	-47.85	-24.15
筹资活动产生的现金流量净额	78.52	34.70	19.82	3.70
货币等价物/短期债务(X)	1.79	1.11	0.92	0.84
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	3.97	2.75	2.32	--
总债务/EBITDA(X)	3.87	5.49	8.66	--

<sup>12</sup> 杭投发作为国家开放银行棚户区改造专项贷款“统贷平台”承接国开行棚改专项贷款，支持杭州市旧城区改造及新城区、产业集聚区建设；在上述业务中，杭投发仅为名义贷款方，将棚改贷款同时计入“其他应收款”和“长期借款”科目，不实际承担贷款本金及利息。截至2023年末，合并口径杭投发棚改贷款相关质押借款余额合计95.32亿元，其中对杭州钱塘新区建设投资集团有限公司资金拆借本息为46.10亿元，对杭州市拱墅区城市建设发展有限公司资金拆借本息为25.08亿元，对杭州中宸城镇建设有限公司资金拆借本息为21.38亿元，杭州市交通投资集团有限公司及杭州市城市建设投资集团有限公司资金拆借本息为合计2.76亿元。

<sup>13</sup> 国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）以资本金的形式进入杭州市国有企业作为股东，到期后由财政出资、杭投发作为回购主体，回购完成后国开基金退出，杭投发将成为被投企业的股东；回购股权记入“其他权益工具投资”，杭投发回购回来的股权后续将根据市政府和区化债主体的决策进行划转。按照协议约定，最晚至 2036 年回购完毕，但实际回购时间早于约定时间。截至 2023 年末，杭投发应回购股权支付金额 96.80 亿元，已回购股权账面价值 46.50 亿元，收到财政资金 46.50 亿元。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司合并口径受限资产合计为 35.56 亿元，占当期末总资产的 3.55%，主要包括受限货币资金 21.55 亿元及应收票据、长期股权投资、固定资产等。同期末，母公司无受限资产。

截至 2023 年末，公司合并口径对外担保余额为 14.24 亿元，主要包括杭州吉海信息科技有限公司提供担保余额 5.98 亿元和为关联方杭州香江科技有限公司提供担保余额 6.65 亿元<sup>14</sup>；同期末，母公司对国裕国贸担保余额为 13.22 亿元，对西湖电子集团发行的公司债担保余额为 10.00 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，2021~2024 年 4 月末，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。

## 假设与预测<sup>15</sup>

### 假设

- 2024 年，母公司对外投资力度继续加大。
- 2024 年，主要参控股企业及在投项目持续推进为母公司贡献较好的投资收益。
- 2024 年，母公司投资组合仍以控股的子公司为主。
- 2024 年，公司通过新发行长短期债券和财政注资满足投资运营业务出资需求。

### 预测

表 6：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
经调整的净资产收益率(%)	1.44	0.99	0.70~0.80
总债务/投资组合市值(%)	35.31	29.72	35.00~37.00

资料来源：中诚信国际

### 调整项

**ESG<sup>16</sup>表现方面**，杭州资本母公司作为投资控股企业，面临的环境问题较少；控股子公司中，2023 年杭氧股份、杭汽轮均无因环境问题受到行政处罚的情况，近三年未发生一般事故以上安全生产事故；公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，积极履行社会责任，目前潜在 ESG 风险较小，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，杭州资本母公司间接持有一定的上市公司股份，加之备用流动性充足，债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平，大部分

<sup>14</sup> 此外，2023 年末，杭州高科技融资担保有限公司为融资担保客户提供融资性担保余额 26.77 亿元，提供非融资性担保余额 0.10 亿元。

<sup>15</sup> 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象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受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，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受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>16</sup> 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。

债务到期可以接续，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求；合并口径经营获现能力强，现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，加之杭氧股份、杭汽轮为上市公司，融资渠道畅通，资金平衡状况良好。总体来看，公司流动性强，未来一年流动性来源可以覆盖流动需求，流动性评估对公司基础信用等级无显著影响。

## 外部支持

**杭州市对公司支持能力和支持意愿很强，持续在划入优质资产、资金和业务等方面为公司提供支持，为公司发展提供了良好的基础。**

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，民营经济活跃；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，2023 年全市一般公共预算收入为 2,617 亿元，同比增长 6.8%。

公司系杭州市重要的市属国有资本投资运营公司，战略地位显著。2023 年，杭州市财政局将杭高投和杭投发 100% 股权无偿划转至公司，进一步增强了公司的投资运营业务规模与资本实力。同时，公司及下属企业负责组建市级三大千亿基金之中的杭州创新基金、杭州科创基金等两支基金，并将继续参与杭州市国企改革和战略新兴产业项目等投资，2023 年共收到财政资金 23.81 亿元，未来有望继续获得杭州市财政资金支持。

## 评级结论

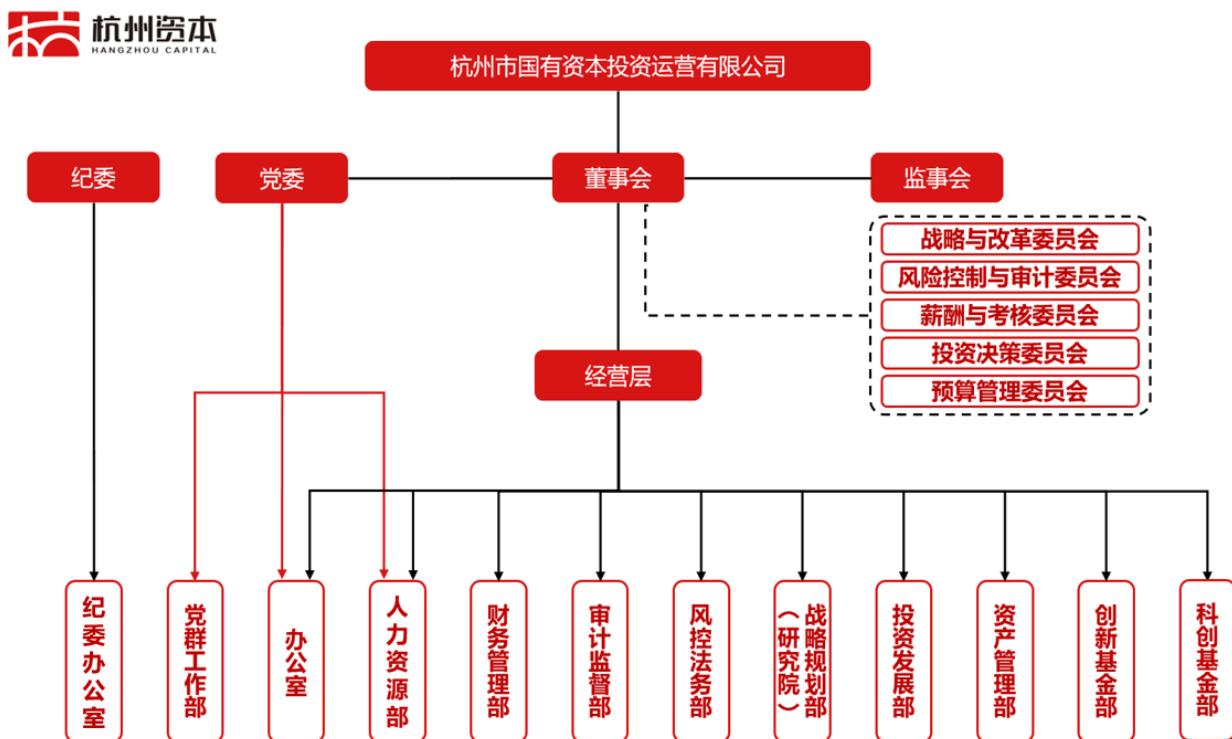
综上所述，中诚信国际维持杭州市国有资本投资运营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 附一：杭州市国有资本投资运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



截至 2024 年 3 月末公司主要子公司情况（万元）

全称	简称	持股比例	注册资本
杭州市国佑资产运营有限公司	国佑资产	100.00%	50,000
杭州产业投资有限公司	杭州产投	100.00%	1,000,000
杭州国裕国际贸易有限公司	国裕国贸	51.00%	30,000
杭州杭氧控股有限公司	杭氧控股	90.00%	18,000
杭州汽轮控股有限公司	杭汽轮控股	90.00%	80,000
西湖电子集团有限公司	西湖电子集团	90.00%	26,600
杭州华东医药集团有限公司	华东医药集团	100.00%	6,000
杭州市科创集团有限公司	科创集团	100.00%	500,000
杭州市人才集团有限公司	人才集团	100.00%	50,000



资料来源：公司提供



## 附二：杭州市国有资本投资运营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	1,080,706.62	1,208,843.54	1,249,263.85	1,103,603.17
应收账款	638,440.40	773,418.85	527,505.16	530,593.11
其他应收款	150,921.95	213,747.81	1,124,812.65	1,176,751.14
存货	1,046,188.36	995,791.49	630,281.50	775,736.87
长期投资	1,678,125.68	2,234,093.11	3,588,259.01	3,340,376.26
固定资产	733,600.48	911,133.29	933,159.52	965,351.14
在建工程	112,859.38	139,564.63	336,042.08	324,196.85
无形资产	97,593.17	98,344.66	100,698.60	100,346.00
资产总计	7,295,548.41	7,988,927.00	10,140,532.10	10,023,185.52
其他应付款	134,235.62	129,349.69	560,986.43	152,584.95
短期债务	993,217.36	1,306,609.17	1,727,560.44	1,601,003.87
长期债务	915,770.72	1,164,747.64	1,910,492.89	2,069,691.06
总债务	1,908,988.09	2,471,356.80	3,638,053.33	3,670,694.93
净债务	873,227.70	1,439,411.12	2,580,309.96	2,782,549.73
负债合计	3,665,953.25	4,086,668.54	5,542,344.18	5,263,179.57
所有者权益合计	3,629,595.17	3,902,258.46	4,598,187.91	4,760,005.95
利息支出	44,998.29	73,068.58	131,200.80	--
营业收入	3,768,660.38	3,571,000.48	3,507,014.64	667,938.36
经营性业务利润	262,834.19	248,207.34	181,015.10	20,246.38
投资收益	128,307.03	122,090.95	148,463.78	59,292.32
净利润	324,795.51	267,301.68	161,850.05	53,770.20
EBIT	408,303.57	341,287.54	299,741.42	--
EBITDA	493,784.87	449,921.43	420,215.42	--
经营活动产生的现金流量净额	178,555.65	201,016.93	304,079.94	45,760.22
投资活动产生的现金流量净额	-797,487.52	-523,408.80	-478,491.43	-241,520.20
筹资活动产生的现金流量净额	785,216.28	347,032.78	198,247.63	36,950.10
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率(%)	15.76	17.36	15.25	15.47
期间费用率(%)	9.01	10.31	10.21	12.53
EBIT 利润率(%)	10.83	9.56	8.55	--
总资产收益率(%)	--	4.47	3.31	--
流动比率(X)	1.72	1.56	1.43	1.68
速动比率(X)	1.31	1.19	1.25	1.42
存货周转率(X)	--	2.89	3.66	3.21*
应收账款周转率(X)	--	5.06	5.39	5.05*
资产负债率(%)	50.25	51.15	54.66	52.51
总资本化比率(%)	34.47	38.77	44.17	43.54
短期债务/总债务(%)	52.03	52.87	47.49	43.62
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.07	0.06	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.13	0.11	0.10	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	3.97	2.75	2.32	--
总债务/EBITDA(X)	3.87	5.49	8.66	--
EBITDA/短期债务(X)	0.50	0.34	0.24	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	10.97	6.16	3.20	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	9.07	4.67	2.28	--
FFO/总债务(X)	0.19	0.15	0.06	--

注：1、2024年一季报未经审计；2、带“\*”指标已经年化处理。



### 附三：杭州市国有资本投资运营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	346,643.86	258,398.26	302,134.60	186,994.40
应收账款	-	-	-	-
其他应收款	55,685.48	53,889.29	208,185.35	322,421.56
交易性金融资产	315,598.30	145,737.86	345,616.95	309,764.75
债权投资	-	-	-	-
其他债权投资	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	2,238,946.36	2,685,891.81	3,659,221.95	3,765,447.48
其他权益工具投资	-	-	-	-
其他非流动金融资产	-	-	-	-
固定资产	117.09	219.26	235.21	220.33
投资性房地产	-	-	-	-
资产总计	3,028,541.96	3,250,155.28	4,781,050.38	4,893,202.12
投资组合账面价值	2,901,188.51	3,090,027.93	4,306,973.51	4,262,206.62
投资组合市值	2,901,188.51	3,090,027.93	4,306,973.51	4,320,623.57
其他应付款	168,277.29	178,349.86	584,435.04	683,688.35
短期债务	380,013.09	445,236.15	783,594.47	784,590.10
长期债务	502,000.00	645,753.59	496,528.37	496,517.06
总债务	882,013.09	1,090,989.74	1,280,122.84	1,281,107.16
净债务	535,369.23	832,591.48	977,988.24	1,094,112.76
负债合计	1,050,913.35	1,271,467.41	1,870,766.47	1,967,763.39
所有者权益合计	1,977,628.62	1,978,687.87	2,910,283.90	2,925,438.73
利息支出	15,882.72	25,872.95	38,859.82	--
营业总收入	2,586.61	2,672.45	3,088.43	1,109.83
经营性业务利润	-10,978.36	-17,637.29	-24,835.33	-8,267.04
投资收益	11,822.42	46,452.92	43,782.66	14,309.13
净利润	2,446.41	28,388.65	24,184.12	177.55
EBIT	18,074.70	54,676.83	63,424.10	--
经营活动产生的现金流量净额	135,668.84	10,996.01	409,627.55	98,519.90
投资活动产生的现金流量净额	-769,779.82	-219,732.39	-732,794.78	-202,402.13
筹资活动产生的现金流量净额	859,335.24	155,530.64	366,814.40	-11,132.05
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
总资产收益率(%)	--	1.74	1.58	--
经调整的净资产收益率(%)	--	1.44	0.99	0.01*
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.69	0.67	0.78	0.89
应收款项项占比(%)	1.84	1.66	4.35	6.59
资产负债率(%)	34.70	39.12	39.13	40.21
总资本化比率(%)	30.84	35.54	30.55	30.46
短期债务/总债务(%)	43.08	40.81	61.21	61.24
总债务/投资组合市值(%)	30.40	35.31	29.72	29.65
现金流利息覆盖倍数(X)	9.05	1.63	11.42	--
货币等价物/短期债务(X)	1.74	0.91	0.83	0.63
总债务/EBITDA(X)	48.71	19.92	20.09	--
EBITDA/短期债务(X)	0.05	0.12	0.08	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.14	2.12	1.64	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.14	2.11	1.63	--

注：1、2024年一季报未经审计；2、带“\*”指标已经年化处理。

## 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+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
经营效率	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)
盈利能力	应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收款项融资调整项)/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
现金流	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
偿债能力	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 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	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，影响报表使用者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](http://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](http://www.ccxi.com.cn)