



内部编号: 2025030033

西湖电子集团有限公司

2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)

信用评级报告

项目负责人: 嵇敏珍 嵇敏珍 jiminzhen@shxsj.com
项目组成员: 王婷亚 王婷亚 wty@shxsj.com
评级总监: 张明海 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪债评(2025)010083】

评级对象: 西湖电子集团有限公司 2022 年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)

主体信用等级/评级展望/债项信用等级: AA/稳定/AAA

评级时间: 2025 年 3 月 7 日

评级观点

主要优势:

- 可获外部支持力度加大。西湖电子作为杭州市属企业,能在经营过程中获得政府及股东方的大力支持。2023 年以来控股股东杭州市国有资本投资运营有限公司(简称“杭州资本”)在资金、融资等方面为公司提供了大力支持。截至 2024 年末,西湖电子收到杭州资本增资款 14.55 亿元,年末杭州资本持股比例增至 97.51%,已进行工商变更。
- 园区运营等业务具备一定资源积累及发展潜力。西湖电子业务涉及电子产品、园区运营、房地产、新能源充电、商贸等板块,呈现多元化,其中在园区运营等业务方面已经形成一定业务资源积累。根据最新的经营定位,公司未来规划聚焦主业,转型发展成为全市产业园区投资建设运营平台,在股东及政府支持下,后续有望在业务资源及项目方面实现进一步增长。
- 拥有一定规模较优质资产。西湖电子旗下园区等物业资产大多位于杭州市繁华地段,区位较优。同时,公司持有一定规模股票资产及理财产品,具备较强变现能力。公司相关较优质资产可对债务偿付提供保障。
- 担保增信。杭州资本为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保,可为本期债券偿付提供良好保障。

主要风险:

- 因主业计提大量信用减值,2022-2023 年发生大额亏损,存在坏账损失挽回压力。近两年来,受内外部因素影响,西湖电子针对商贸、房地产业务计提大额信用减值损失、存货跌价及股权投资减值等,导致业绩大幅弱化,公司已连续两年出现大额亏损。2024 年上年度,公司追回部分账款冲回信用减值损失后致使当期盈利转正,对于相关款项仍存在持续催收、挽回损失等方面需求。
- 财务杠杆升高,刚性债务偿债压力较大。2023 年西湖电子债务规模总体有所压缩,但经营亏损导致权益规模大幅削弱,公司资产负债率处于高水平。且公司债务中刚性债务占比较高,面临偿付压力大。
- 现金流波动较大。西湖电子 2021-2023 年经营活动现金流波动较大,2024 年以来经营活动现金流净额转正,后续仍需关注现金流对债务保障稳定性。
- 或有事项风险。西湖电子合并口径存在一定对外担保及诉讼事项,面临或有损失风险。
- 业务运营及经营管控压力。西湖电子下属企业数量较多,业务涉及多个行业,公司近期面临的内部管控及经营调改压力加大。

评级关注:

- 西湖电子下属上市公司数源科技因 2022 年度被出具否定意见的内部控制审计报告,2023 年以来股票已被实施其他风险警示。关注数源科技其他风险警示后续消除情况。

评级结论

通过对西湖电子主要信用风险要素的分析,本评级机构认为其在股东及政府支持下,实际债务偿付能力很强,并给予公司 AA 主体信用等级,评级展望为稳定,债项信用等级为 AAA。

未来展望

本评级机构预计西湖电子信用质量在未来 12 个月持稳。遇下列情形,或将导致公司主体信用等级/及其评级展望被下调:

- ① 经营调改不达预期，资产减值等因素继续导致业绩出现大额亏损；
- ② 权益及资产实力进一步遭到大幅削弱；
- ③ 流动性紧张且发生实质性风险事件；
- ④ 外部支持力度不达预期。

如遇下列情形，公司主体信用等级或/及其评级展望或将获得上调：

- ① 外部支持力度进一步显著加大，通过增资、资产注入等形式实现公司经营规模、所有者权益的显著扩大，且盈利能力及偿债能力实现大幅提升。

主要财务数据及指标				
项目	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 上半年度
母公司口径数据：				
货币资金（亿元）	2.05	1.25	3.65	2.24
刚性债务（亿元）	23.12	29.90	31.28	30.38
所有者权益（亿元）	18.38	20.06	14.10	13.54
经营性现金净流入量（亿元）	-12.34	-11.79	3.41	2.25
合并口径数据及指标：				
总资产（亿元）	99.23	101.81	78.47	80.08
总负债（亿元）	61.09	71.83	63.64	65.08
刚性债务（亿元）	44.06	64.16	49.28	46.94
所有者权益（亿元）	38.13	29.98	14.83	15.00
营业收入（亿元）	87.43	7.52	8.89	2.59
净利润（亿元）	1.31	-8.28	-14.80	0.40
经营性现金净流入量（亿元）	-8.01	-7.20	-0.02	6.11
EBITDA（亿元）	4.25	-5.95	-14.07	—
资产负债率[%]	61.57	70.55	81.10	81.27
权益资本与刚性债务比率[%]	86.55	46.73	30.09	31.96
流动比率[%]	161.99	122.13	71.58	52.72
现金比率[%]	29.86	28.16	22.38	15.66
利息保障倍数[倍]	1.70	-2.38	-6.42	—
净资产收益率[%]	3.55	-24.32	-66.04	—
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.07	-15.72	-0.04	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.55	-6.29	-11.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	-2.18	-6.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	-0.11	-0.25	—

注：根据西湖电子经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 年上半年度财务数据整理、计算，其中 2021 年度数据采用 2022 年审计报告列示的经追溯调整后的 2021 年度数据，2022 年度数据采用 2023 年审计报告列示的经追溯调整后的 2022 年度数据。

发行人本次评级模型分析表		
适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）		
评级要素		风险程度
个体信用	业务风险	5
	财务风险	6
	初始信用级别	bbb ⁻
	合计调整（子级数量）	+1
	其中：①流动性因素	/
	②ESG 因素	-1
	③表外因素	+2
	④其他因素	/
个体信用级别		bbb
外部支持	支持因素	+6

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）

评级要素		风险程度
主体信用级别		AA
债项增级	信用增级方式	控股股东担保
	覆盖范围或倍数（债务本息）	全额无条件不可撤销连带责任保证担保
	担保方主体信用等级/评级展望	AAA _{pi} /稳定
债项信用等级		AAA

调整因素：（+1）

- ① 由于内控管理存在不足等，该公司下属上市公司数源科技存在股票被实施其他风险警示、被出具警示函等事项，影响尚待进一步消除。（-1）
- ② 截至 2024 年 6 月末，该公司直接持有华数传媒 1.43 亿股，期末市值约 9.00 亿元。（+1）
- ③ 该公司东部软件园、数源软件园等资产区位较优，账面成本较低。（+1）

支持因素：（+6）

该公司为杭州市属企业，控股股东为杭州资本，经营发展过程中能得到政府及股东的必要支持。2024 年以来公司进一步获得股东较大额度的资金信用、增资等方面的支持。

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《超常规调节与全面扩内需 经济增速将迎阶段性企稳——2024 年中国宏观经济分析与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32631&mid=5&listype=1
《2024 年房地产行业信用回顾与 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32630&mid=5&listype=1
《2024 年技术硬件与设备行业信用回顾和 2025 年展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=32733&mid=5&listype=1

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

西湖电子集团有限公司（简称“西湖电子”、该公司或公司）前身为杭州电视机厂，为全民所有制企业。1990年1月，根据杭州市经济委员会、杭州市计划委员会和杭州市体制改革办公室联合下发的批复，公司整体改制为西湖电子集团公司。1995年6月，根据杭州市人民政府的批复，西湖电子集团公司改组为市政府授权经营国有资产的国有独资公司，并更名为杭州西湖电子集团有限公司。同年9月，根据清产核资核定，公司截至1995年3月31日的账面国有净资产额为2.32亿元；11月，公司注册资本变更为2.32亿元，并更名为西湖电子集团有限公司。2000年12月，经杭州市人民政府批复同意改制方案及增资，公司注册资本增至2.66亿元。2021年4月，杭州市人民政府将所持有的公司10%国有股权无偿划转至浙江省财务开发有限责任公司（简称“省财开公司”）；同年9月，根据杭州市国资委《关于无偿划转西湖电子集团有限公司国有股权的通知》，将杭州市政府持有的公司90%的国有股权无偿划转至杭州市国有资本投资运营有限公司（简称“杭州资本”）。此次变更后，公司控股股东变更为杭州资本，实际控制人仍为杭州市国资委。

此外，根据该公司2024年7月相关公告¹，公司已与股东杭州资本签订《增资协议》，由杭州资本增资25.00亿元²，省财开公司放弃对本次增资的优先认缴权。截至2024年末，公司收到增资款14.55亿元，注册资本增至10.6985亿元，杭州资本持股比例为97.51%、省财开公司持股比例为2.49%。此次变更后公司控股股东和实际控制人保持不变。

该公司为杭州市属国有企业，运营历史较长，近年来主要涉及电子产品、园区运营、房地产开发、商贸等多元化业务。公司下属运营企业包括主板上市公司数源科技股份有限公司（简称“数源科技”，证券代码：000909.SZ）及新三板挂牌公司杭州东部软件园股份有限公司（简称“东软股份”，证券代码：832968.OC）。

2. 债项概况

（1）主要条款

该公司申请发行面向专业投资者公开发行公司债券提案于2021年3月9日获得董事会同意，并于2021年9月22日获得公司股东会通过。公司于2022年1月27日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意西湖电子集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2022〕241号），注册规模为不超过10.00亿元。本期债券于2022年4月11日起息，在上海证券交易所2022年4月20日上市，发行规模为10.00亿元，期限为5年，并设置第三年末投资者回售选择权、发行人赎回选择权和票面利率调整选择权。公司将本期募集资金用于偿还有息负债。西湖电子集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)将于2025年4月11日行权。2025年2月，公司发布《关于放弃行使“22西电01”发行人赎回选择权的公告》称，根据实际情况及当前市场环境，公司决定放弃行使赎回选择权。

图表 1. 发行的债券概况

债务融资工具名称：	西湖电子集团有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券(第一期)
注册规模：	不超过10.00亿元人民币
本期发行规模：	10.00亿元人民币

¹ 《西湖电子集团有限公司关于股东增资事项的公告》。

² 其中8.0385亿元计入注册资本，剩余部分计入资本公积。

债券期限：	5 年（3+2）
定价方式：	按面值发行
偿还方式：	按年付息，到期一次还本。
增级安排：	杭州市国有资本投资运营有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

注：根据西湖电子提供的数据整理。

（2）募集资金用途

该公司将本期募集资金用于偿还有息负债。募集资金已全部用于偿还银行贷款。

（3）增级安排

本期债券由杭州市国有资本投资运营有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可为本期债券偿付提供良好保障。

数据基础

中审亚太会计师事务所（普通合伙）对该公司 2021 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见审计报告；中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了保留意见的审计报告³；信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）⁴对公司 2023 年财务报表进行了审计，并出具了带强调事项段的无保留意见审计报告⁵。公司按照财政部颁布的《企业会计准则》及相关规定编制财务报表。因存在前期差错更正，本评级报告 2021 年财务数据采用 2022 年审计报告列示的经追溯调整后的 2021 年度数据，2022 年财务数据采用 2023 年审计报告列示的经追溯调整后的 2022 年度数据。公司 2024 年上半年度财务数据未经审计。

其中，该公司 2023 年审计报告对于前期差错进行追溯重述，主要涉及：①公司下属子公司数源科技股份有限公司（简称“数源科技”）、西湖集团（香港）有限公司对商贸类及电子信息类业务的收入、成本进行了重新梳理，对部分商贸类及电子信息类业务收入确认从总额法调整为净额法。调整后公司 2022 年度合并利润表营业收入、营业成本各减少 3,702,454,302.14 元；②房地产项目合作交易相关金融资产重分类，对投资的宁波新洲房地产有限公司、舟山宸都置业有限公司、温岭市祥泰置业有限公司三个房地产合作项目从原来的“长期股权投资”科目调整到“其他非流动金融资产”科目，以及③部分不具有商业合理性服务费的调整；④冲销预提的新能源充电站运营费用；⑤根据联营企业的重要前期差错更正调整长期股权投资权益；⑥补提确认 2022 年诚园置业业绩补偿对少数股东权益的影响等。对 2022 年度财务报表影响见下表：

图表 2. 2022 年度合并资产负债表（单位：元）

项 目	更正前金额	更正后金额
应收账款	2,500,463,776.54	2,496,624,158.62
预付账款	65,587,154.43	68,087,154.43
其他应收款	470,935,091.64	502,025,616.64
流动资产合计	6,161,883,566.34	6,191,634,473.42
长期股权投资	2,010,505,150.56	1,719,097,726.86
其他非流动金融资产	56,617,808.00	343,739,182.30

³ 形成保留意见的基础：2022 年度公司重要上市子公司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 12 月 31 日，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。审计师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。

⁴ 根据杭州市人民政府国有资产监督管理委员会所属企业财务审计社会中介机构库招标入围情况，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）不再担任公司 2023 年度报表审计机构，公司改聘信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）为公司 2023 年度财务报表审计机构。

⁵ 强调事项如下：“我们提醒财务报表使用者关注，如财务报表附注十三所述，西湖电子集团 2023 年发生净亏损 1,479,655,479.92 元，且于 2023 年 12 月 31 日，西湖电子集团流动负债高于流动资产 1,125,030,053.91 元。这些事项或情况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”。

项 目	更正前金额	更正后金额
递延所得税资产	224,062,288.62	223,518,036.33
非流动资产合计	3,994,581,404.29	3,989,751,102.60
资产总计	10,156,464,970.63	10,181,385,576.02
应付账款	232,267,792.64	224,655,806.32
应交税费	127,921,167.19	132,177,201.44
其他应付款	183,283,070.83	175,455,670.83
流动负债合计	5,081,095,849.38	5,069,912,497.31
负债合计	7,194,190,431.94	7,183,007,079.87
资本公积	1,161,555,666.41	1,093,010,082.03
未分配利润	586,973,987.03	606,193,956.95
归属于母公司所有者权益合计	2,111,921,391.20	2,062,595,776.74
少数股东权益	850,353,147.49	935,782,719.41
所有者权益	2,962,274,538.69	2,998,378,496.15
负债及所有者权益合计	10,156,464,970.63	10,181,385,576.02

资料来源：西湖电子 2023 年审计报告

图表 3. 2022 年度合并利润表（单位：元）

项 目	更正前金额	更正后金额
营业收入	4,443,631,952.03	751,551,433.24
营业成本	4,141,888,010.85	431,821,722.38
税金及附加	23,182,019.05	23,449,638.62
管理费用	118,092,196.82	117,531,483.93
投资收益	5,743,211.16	19,731,654.66
公允价值变动收益	-40,820,981.81	-151,269,165.71
信用减值损失(损失以“-”号填列)	-693,174,669.98	-693,754,349.69
资产减值损失(损失以“-”号填列)	-163,350,882.95	-60,143,100.67
营业利润	-928,969,875.11	-904,522,649.94
营业外收入	43,422,794.76	49,271,851.36
利润总额	-939,621,655.27	-909,325,373.50
所得税费用	-81,221,269.22	-81,057,856.31
净利润	-858,400,386.05	-828,267,517.19
综合收益总额	-854,549,688.15	-824,416,819.29

资料来源：西湖电子 2023 年审计报告

业务

受内外部因素影响，该公司 2022-2023 年连续对于商贸及房地产板块进行较大规模信用及资产减值计提，导致公司整体呈现大额亏损状态。2023 年以来，公司收入主要来自电子产品、房地产、园区运营、新能源充电、商贸等板块，收入来源呈现多元化。其中，商贸板块受业务收缩调整及收入确认方式调整等影响，收入已大幅减少；房地产板块近年来无新增自主开发项目，以存量项目去化为主，但在房地产行业大环境下仍面临一定压力。公司电子产品、园区运营等业务规模不大，但已形成了一定的业务资源积累，其中园区类资产的区位良好。作为杭州市属国有企业，根据 2024 年以来最新的经营定位，公司未来将聚焦主业，转型发展成为全市产业园区投资建设

设运营平台。2024 年上半年度，通过积极协商催讨，公司追回部分款项，冲回一定信用减值损失致使盈利转正。后续仍需关注公司业务调改及经营业绩恢复情况，以及公司未来经营转型发展过程中所面临的投融资压力。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2024 年，全球经济增长动能偏弱，通胀压力有所缓解，全球贸易维持正增长。除日本央行外，主要央行均已降息，美联储降息节奏变化及相对较强的美国经济推高美元，非美货币普遍承压，金融市场波动率上升，发展中国家的债务脆弱性加剧。人工智能等新技术提升生产率，而全球经贸环境恶化风险明显上升，供应链区域化重构加深，我国面临的外部环境更加复杂不利。

我国经济增长压力大的同时结构有所优化，价格水平疲弱，微观主体对经济的“体感”不佳。高技术产业快速增长，而房地产和基建投资表现较弱，收入就业压力和资产缩水制约居民消费意愿。我国面临转型升级过程中经济增速趋势性下行的压力，需求相对供给不足仍是重要矛盾，在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望阶段性维持经济增速稳定，长期向好趋势不变。

详见：《超常规调节与全面扩内需 经济增速将迎阶段性企稳——2024 年中国宏观经济分析与 2025 年展望》。

(2) 行业因素

2024 年我国商品房交易呈惯性缩量状态，同比降幅维持两位数但呈现趋势性收敛。消化存量系近三年行业工作重点，5 月以来政策对于需求端的阶段性发力刺激，使得行业去化压力得到边际缓解和改善，但去化周期仍处于相对高位。房价方面，百城新房住宅均价缓慢微升同时呈现区域分化，高能级城市房价相对坚挺。实务工作方面，年内行业仍呈收缩状态，新开工继续减量、施工放缓、竣工缩量。

展望 2025 年，政策强支撑下国内房地产市场筑底企稳预期有望进一步增强，但外部环境变化程度及相应的国内对冲政策力度大小，也会在一定程度上影响房地产市场短期走势。将财政与金融资源更多投向吸纳就业能力强的服务业等领域，显著改善就业与居民收入预期及各类市场主体经营预期，进而提升居民收入与房价匹配度，是实现国内房地产市场中期企稳和长期高质量发展的前提。老龄化和少子化带来的人口结构变化以及人口总量的递减趋势，将对国内房地产供需关系形成长期的总量抑制，人口流动因素则将持续分化各能级城市的房地产市场表现。预计在市场实现中期企稳后，我国将加速构建房地产发展新模式。

详见：《2024 年房地产行业信用回顾与 2025 年展望》。

技术硬件与设备行业的发展与宏观经济景气度关联较为密切，2023 年第四季度以来，全球经济景气度有所好转但增长动力不强，我国则面临有效需求不足、市场预期偏弱等问题，技术硬件与设备行业仍面临一定压力，但受益于补库周期、AI 技术及产品的推动，行业整体情况有所好转。技术硬件与设备行业具有资本和技术壁垒高的基本特征，且呈现全球化市场竞争格局，主要产品的厂商参与全球竞争且已在各自领域形成了相对稳定的竞争格局。我国企业在通信系统设备、手机、服务器、电脑、显示器等主要产品组装制造领域均已具备一定的竞争力与排名，且拥有产业链完整度高，国内市场容量大等优势。但中短期内仍面临着核心设备与关键元器件受制于人等问题。政策方面，我国持续出台多项政策支持电子信息制造业的发展，而作为电子信息制造业的重要子行业，技术硬件与设备行业同样面临较好的政策环境。

展望 2025 年，随着国内经济进一步转型升级与优化提升，在数字经济建设推动下，人工智能、物联网、云计算等的发展等将继续推动我国技术硬件与设备行业回暖，但在全球经济增长动能不足、国内有效需求偏弱背景下，行业运行仍面临一定压力，预计行业景气度或在不断波动中缓慢上升。具体到各细分行业及产品或有所不同。具体来说，在数字经济建设推动下，随着 AI、物联网等迅速发展，与此紧密相关的通信设备行业仍面临较好的发展机遇，但短期内光纤光缆等传统子行业仍面临压力，而与 AI、算力等关联度较大的高性能网络设备交换机、光模块等的增长趋势向好；手机及笔记本电脑已出现不同程度的复苏迹象，我国亦推出电子消费品以旧换新等政策给予支持，但消费者信心的提振仍需过程，预计未来 AI 手机、AI 电脑等新兴产品或表现出相对较强的增长势头，而其他传统消费电子产品增长仍面临压力；上游的电子设备、仪器和元件行业涉及的产品及应用领域较多，预计与算力、AI、物联网等紧密度较高的细分行业景气度将优于传统子行业/产品。

详见：《2024 年技术硬件与设备行业信用回顾与 2025 年展望》。

2. 业务运营

图表 4. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务		2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年上半年度
营业收入合计		87.43	7.52	8.89	2.59
其中：电子产品	金额	3.85	1.32	1.35	0.47
	占比	4.40	17.60	15.19	18.21
房地产业务	金额	2.56	1.40	3.38	0.33
	占比	2.92	18.56	38.06	12.64
园区运营业务	金额	1.88	1.48	1.55	0.93
	占比	2.15	19.64	17.46	36.08
新能源充电业务	金额	1.97	1.62	1.45	0.60
	占比	2.25	21.51	16.26	23.07
商贸业务	金额	72.84	0.96	0.09	0.02
	占比	83.31	12.82	1.00	0.71
功能性膜材料 ⁶	金额	2.02	0.04	0.01	0.03
	占比	2.31	0.55	0.08	1.02
其他	金额	2.32	0.70	1.06	0.21
	占比	2.65	9.32	11.95	8.27
综合毛利率		5.97	42.54	41.61	41.81
其中：电子产品		12.12	34.15	36.11	41.41
房地产业务		57.99	33.89	41.80	51.11
园区运营业务		60.33	51.94	60.82	66.21
新能源充电业务		1.91	7.55	6.12	6.41
商贸业务		1.47	99.98	96.81	100.00
功能性膜材料		20.54	1.34	12.84	1.58

资料来源：西湖电子

2021-2023 年，该公司分别实现营业收入 87.43 亿元、7.52 亿元和 8.89 亿元；其中 2022 年以来大幅减少主要系公司综合考量在贸易业务交易中承担的责任、风险及定价权等因素后，将原先按照全额法确认的商贸业务改以净额法确认收入，导致相关业务收入大幅减少所致；公司 2023 年营业收入同比增加 18.30%，主要系受房地产业务收入结转影响。

从收入构成看，2023 年该公司各项业务收入规模均不大，但收入来源较为多元。其中，当年房地产业务结转收入 3.38 亿元，同比增加 142.56%，主要系数源科技大厦、文鸿金座等项目进行结转所致，当年业务收入占营业收入的比重为 38.06%，但可持续性不强。公司电子产品及园区运营业务发展相对稳定，2023 年收入同比均有所增长，占当年营业收入比重分别为 15.19%和 17.46%；新能源充电业务受下游公交客户需求减少影响，收入有所下降，在营业收入中占比降至 16.26%。此外，公司商贸业务受业务收缩以及收入确认方式调整为净额法核算影响，当年收入仅为 0.09 亿元，同比减少 90.76%。

2024 年上半年度，该公司实现营业收入 2.59 亿元，主要由园区运营业务、新能源充电业务和电子产品构成，占比营业收入分别为 36.08%、23.07%和 18.21%。同期，公司房地产业务由于无新增项目结转收入有所下降；商贸业务持续收缩，收入规模降至 0.02 亿元。

⁶ 根据国企改革三年行动计划和区域综改试验部署精神要求，该业务核心生产经营主体杭州大华塑业有限公司（简称“大华塑业”）被列入 2021 年市国资委重点推荐的混改项目之一。当年公司下属子公司杭州华塑实业股份有限公司转让大华塑业 21%股权后，对其持股比例降至 49.62%，不再纳入合并报表。核心运营主体 2021 年出表后仅剩少量功能性膜产品原材料切片业务收入。

(1) 经营状况

该公司主业较为多元化，涉及电子产品、房地产、园区运营、新能源充电、商贸等业务。其中本部主要承担投资管理职能，业务主要由下属企业负责运营。近两年，受内外部因素影响，公司针对商贸及房地产板块计提了大量信用减值以及资产减值损失，2023 年以来公司继续对于商贸、房地产板块已暴露问题进行整改，加强催收及损失挽回工作，相关业务处于收缩调整过程中，同时电子产品、园区运营、新能源充电等业务仍稳步发展。

作为市属国有企业，根据最新的经营定位安排⁷，该公司未来将聚焦主业，退出低效、非优势业务，转型发展成为全市产业园区投资建设运营平台。关注后续转型发展进程及相关投融资需求。

电子产品业务

2023 年该公司电子产品业务实现收入 1.35 亿元，同比增长 2.09%，业务主要由上市公司数源科技⁸（证券代码：000909.SZ）负责运营。数源科技成立于 1999 年，为高新技术企业，截至 2024 年 6 月末公司及一致行动人合计持有其 41.43%股份（所持股份无质押或冻结情况）。

2025 年 1 月，数源科技发布《2024 年业绩预告》称，2024 年度归属于上市公司股东的净利润亏损区间在 0.39 亿元至 0.58 亿元，同比上年亏损 3.19 亿元有所收窄；扣除非经营性损益后的净利润亏损区间在 1.40 亿元至 1.60 亿元，同比上年亏损 3.20 亿元有所收窄。业绩变动原因：①报告期内，数源科技基于谨慎性原则，结合存货、应收款项、长期股权投资、其他非流动金融资产等各类资产的实际情况，于本年度末对各类资产进行了初步减值测试，尤其是针对部分房产项目截至报告期末存货、长期股权投资、其他非流动金融资产等的可回收性进行分析评估，根据情况进一步进行了减值测试，计提了相关减值准备，最终计提减值的金额将由年度审计机构审计后确定。②报告期内，数源科技单独进行减值测试的应收款项收回，减值准备转回计入非经常性损益。需关注后期盈利变动情况。

近年来数源科技电子板块业务主要涉及电子设备的研制与销售、信息系统集成服务等，其中电子设备研制与销售方面，主要涉及汽车类智能驾驶辅助设备、新能源类的智能充电设备、通信类设备等；信息系统集成服务包括智能社区工程建设、新能源汽车充电场站系统集成工程建设等。

近年来数源科技重点围绕智慧交通、智慧社区、智能终端等领域进行业务拓展。①智慧交通方面，数源科技主要从事汽车电子产品的研发、生产制造和销售，产品包括车载智能中控装备、车载智能终端、智能公交系统等，2024 年以来，数源科技与杭州电子科技大学进一步合作推动集成智能算法在后视镜产品中的研发应用，该产品目前已经完成两轮实车道路测试；完成建德掌上交通系统的开发，7 月完成部署并投入试运行。②智慧社区方面，数源科技产品/服务具体包括智能门禁管控系统、智慧公租房综合服务管理平台、智能化信息系统集成服务等，已在杭州市公租房、人才房、安置房等项目中应用，2024 年以来继续对杭州市本级公租房智能门禁系统进行优化，就杭州市萧山公租房项目建立了萧山智能门禁管控平台。此外，依托 2021 年中标并已完工的“杭州之门”项目中的智能化系统工程经验，数源科技后续将继续积极参与未来社区智能化工程项目。2024 年以来，数源科技跟进并延伸发展传统住宅类智能化工程业务，在稳定传统业务的同时，拓展写字楼园区、度假酒店等其他优质类型智能化工程。③智能通信终端业务方面，近年来依托自身 5G 产业先导园的产业集聚平台，数源科技根据客户需求，提供 5G 通信壳等智能终端系列产品。

生产方面，数源科技在杭州市下沙经济开发区 5G 产业先导园拥有生产基地，可自主生产部分与电子加工相关的产品，同时智能门锁等机械相关产品等也会采用外包方式生产。数源科技拥有 4 条通用型生产线，用以生产智能终端、车载终端、充电桩、视音频终端等产品。数源科技一般根据客户需求以及订单情况，以销定产。生产直接原材料主要为主控芯片、内存、阻容件、外壳等。采购结算方面，数源科技主要采取承兑汇票的方式进行结算，账期一般在 2 个月左右。

⁷ 《杭州市国资委关于下达市属国有企业改革任务的通知》（杭国资改〔2024〕10 号）

⁸ 中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对数源科技 2022 年度财务报表进行了审计，并出具了保留意见的审计报告。根据数源科技 2023 年审计机构浙江中会会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于数源科技股份有限公司 2022 年度财务报表出具保留意见审计报告所涉及事项的专项核查报告》，数源科技 2022 年度财务报表出具的保留意见审计报告所涉及的事项已经基本消除。浙江中会会计师事务所（特殊普通合伙）对数源科技 2023 年度财务报表进行了审计，并出具了带强调事项段的无保留意见的审计报告。强调事项段内容为“2023 年度数源科技公司应收数源久融技术有限公司余额 12,715.78 万元，应收浙江久融智能技术有限公司余额 3,800.81 万元，我们无法获取充分、适当的审计证据确定上述款项的性质。截止审计报告日前，公司已收回 246.81 万元并取得上述两家单位的承诺函，承诺于 2024 年 6 月 30 日前结清上述货款，以此保障数源科技债权。”。根据数源科技 2024 年 6 月 29 日《关于 2023 年度带强调事项段无保留意见审计报告涉及事项进展情况的公告》，截至公告日已收回上述全部款项。

数源科技电子设备销售环节结算方式为现汇和银行承兑汇票，账期一般在 3-6 个月；对于系统集成业务，一般根据签订合同后预付款、硬件验收、项目初验、项目终验和项目质保等几个重要时间节点，按照合同约定的比例支付相应的项目款项。数源科技 2023 年和 2024 年上半年度新承接订单分别约 1.26 亿元和 0.15 亿元。受客户订单及产品销售结构变动影响，公司年度间电子类产品销量及销售价格变动较大。

技术方面，数源科技重视研发与创新，已在智慧社区、智慧交通、车联网等智慧应用领域拥有一批具有自主知识产权的科研成果和核心专利技术。2023 年，数源科技内完成各类知识产权申请 42 项，其中申请发明专利 11 项，2023 年共授权专利 35 项，包含发明专利 10 项，授权软件著作权 7 项。截至 2023 年末，数源科技共拥有研发人员 223 人，2023 年研发投入 0.25 亿元，占其当年营业收入的比重为 18.58%。

房地产业务

该公司房地产业务主要由数源科技的全资子公司杭州中兴房地产开发有限公司（简称“中兴房产”）负责运营，其具有房地产开发企业一级资质。2021-2023 年和 2024 年上半年度，公司房地产业务收入分别为 2.56 亿元、1.40 亿元、3.38 亿元和 0.33 亿元。公司近年来房地产开发及结转规模总体较小，其中 2023 年结转收入主要为数源科技大厦项目 3.11 亿元、文鸿金座项目 0.11 亿元，以及存量项目零星去化。

该公司近年来房地产开发及结转规模总体不大，主要在售房地产项目类型包括经济适用房、商品房、办公楼等，项目大部分销售已经接近尾声。其中，近两年竣工项目包括数源科技大厦及文鸿金座项目。数源科技大厦于 2022 年实现竣工，完成投资 5.93 亿元。该项目位于杭州市上城区近江单元，为办公楼，共 22 层，该项目采取自持出租+销售模式，截至 2024 年 6 月末已售部分实现收入 5.13 亿元。文鸿金座项目于 2023 年竣工并启动销售，该项目位于杭州西湖区黄姑山路，业态为酒店式公寓，受外部市场影响，目前项目去化缓慢。由于杭州商业类项目在 2022 年下半年开始市场行情下行趋势明显，经减值测试，公司 2022、2023 年分别对文鸿金座项目计提 0.50 亿元和 0.54 亿元存货减值准备。公司无其它自有储备项目。

图表 5. 中兴房产房地产项目基本情况（单位：万平方米，亿元，截至 2024 年 6 月末）

项目	位置	项目性质	竣工时间	总建筑面积	可销售面积	累计已销售面积	规划总投资	累计已投资额	累计销售收入（含车位）
景溪北苑	杭州	经适	2017.1	25.99	21.36	20.81	11.83	10.95	8.22
景溪南苑	杭州	经适	2018.2	13.27	10.82	9.89	6.58	5.68	3.75
御田清庭	杭州	商品	2017.9	7.90	4.47	4.47	6.00	7.66	10.55
景致公寓	杭州	公拆	2015.2	14.50	11.50	10.73	4.50	6.15	7.38
杭州景冉佳园	杭州	经适	2014.7	20.96	17.10	15.75	6.40	7.90	7.45
杭州久睦苑	杭州	经适	2014.12	17.72	14.55	13.19	5.53	6.58	5.15
衢州金融大厦	衢州	办公	2015.1	4.44	3.75	2.52	2.00	2.32	2.30
合肥西湖花园	合肥	商品	2009.8	16.47	14.30	14.29	3.50	3.80	5.82
数源科技大厦	杭州	办公	2022.6	4.09	1.32	1.32	5.00	5.93	5.13
文鸿金座	杭州	酒店式公寓	2023.3	1.51	0.87	0.04	3.80	3.59	0.25
合计	-	-	-	126.85	101.42	93.01	55.14	60.56	56.00

资料来源：西湖电子

该公司房产业务开展过程中形成了部分商铺资产等，可用于对外出租，2021-2023 年和 2024 年上半年度实现租金收入合计分别为 0.16 亿元、0.08 亿元、0.18 亿元和 0.08 亿元，变动主要受可供出租面积变化、租金减免等影响。

图表 6. 中兴房产主要出租房地产项目情况（单位：万平方米，万元，截至 2024 年 6 月末）

项目名称	位置	业态	可供出租面积	出租率	2021 年租金收入	2022 年租金收入	2023 年租金收入	2024 年上半年度租金收入
杭州景冉佳园	杭州	商铺	1.35	100%	348.29	247.93	501.89	238.47
杭州久睦苑	杭州	商铺	1.36	100%	368.56	230.61	394.78	185.93
景溪南苑	杭州	商铺	0.92	100%	789.66	336.84	707.36	132.56
景溪北苑	杭州	商铺	0.55	100%	-	23.50	151.46	166.49
景致公寓	杭州	住宅	0.17	100%	-	-	29.39	27.73

项目名称	位置	业态	可供出租面积	出租率	2021 年租金收入	2022 年租金收入	2023 年租金收入	2024 年上半年度租金收入
御田清庭 ⁹	杭州	商铺	-	-	108.22	-	-	--
合计	-	-	4.35	-	1,614.73	838.88	1,784.88	751.18

资料来源：西湖电子

园区运营业务

该公司园区运营业务收入主要来源于东部软件园、数源软件园、5G 产业先导园等。2021-2023 年和 2024 年上半年度，公司园区运营业务分别实现收入 1.88 亿元、1.48 亿元、1.55 亿元和 0.93 亿元，波动主要系 2022 年存在租金减免等影响。

其中，东部软件园由东软股份（832968.NQ）负责运营。东部软件园位于杭州市西湖区文三路 90 号，占地面积 5.15 万平方米，目前建筑面积 11.28 万平方米，是浙江省首家企业化运作的科技园区，自成立以来即以信息服务业为产业定位。东部软件园客户大部分为互联网、软件开发、集成电路、文化创意、物联网、电子商务等领域公司，园区内入驻企业客户 400 余家。截至 2024 年 6 月末，东部软件园可供运营面积为 12.53 万平方米（含对外出租及自用），其中可供对外出租面积 11.94 万平方米，已出租面积为 10.56 万平米。2023 年东软股份实现营业收入 1.33 亿元¹⁰，同比增加 24.86%，主要是其上年存在租金减免 0.28 亿元所致；2024 年上半年度东软股份实现营业收入 0.66 亿元。

数源软件园位于杭州市西湖区教工路 1 号，属于杭州市中心黄龙商圈，区位较为优越。数源软件园占地面积 5.14 万平方米，地上证载建筑面积 5.88 万平方米，其中部分房屋由公司本部、数源科技及其他关联方使用，剩余部分用于向第三方出租。截至 2024 年 6 月末，数源软件园可使用面积（除共用配套）5.30 万平方米，其中 4.64 万平方米对外出租、0.66 万平方米房产由关联方使用。2022-2023 年和 2024 年上半年度分别实现收入 0.33 亿元、0.36 亿元和 0.16 亿元。

5G 产业先导园位于杭州市钱塘区下沙 8 号大街 2 号，占地面积 6.66 万平方米，建筑面积 7.44¹¹万平方米。目前自用配套面积 0.26 万平方米，可出租面积 7.18 万平方米，截至 2024 年 6 月末出租率为 93.44%。2022-2023 年和 2024 年上半年度分别实现收入 0.17 亿元、0.24 亿元和 0.10 亿元。

新能源充电业务

2021-2023 年和 2024 年上半年度，该公司新能源充电业务收入分别为 1.97 亿元、1.62 亿元、1.45 亿元和 0.60 亿元，主要来自全资子公司杭州西湖新能源科技有限公司（简称“新能源科技”）的新能源汽车充电桩电费收入，近年来受电费结算价格下降、区域出行情况变化等影响，收入存在下滑。截至 2024 年 6 月末，新能源科技运营停车场 7 个，其中 6 个为公交车停车场，充电桩数量 239 个。其中，公交车停车场用地主要由新能源科技向杭州市公交集团租赁，新能源科技按照规划在停车场里安装充电桩，为杭州市公交集团的新能源纯电动公交车提供充电服务。新能源科技根据公交车的实际行驶公里数与客户进行结算；公交集团在每月末统计实际行驶公里数，经双方确认后 15 个工作日内向新能源科技支付电费；支付方式为承兑汇票、转账汇款。2022 年，电费结算价格由 1.524 元/公里降至 1.41 元/公里；2023 年以来，电费结算价格不变，仍为 1.41 元/公里。但随着市内地铁线路完善，公交线路优化及车辆车型优化减少，充电需求总体下滑，2023 年新能源科技实现营业收入 1.38 亿元，同比减少 14.59%。

此外，近年来杭州云硕新能源技术有限公司（简称“云硕新能源”）推进在拱墅区庆隆小河单元内建设大规模集中配建充电桩的公共停车场——庆隆桥西地下公共停车库项目，该项目用地面积约 1.4 万平方米，地下建筑面积 1.34 万平方米，目前设置 263 个机动车位（其中 240 个车位配置快充充电桩）。项目规划总投资 1.29 亿元，实际完成投资 1.32 亿元，已于 2022 年底投入运营，2023 年和 2024 年上半年度实现营业收入分别为 0.08 亿元和 0.05 亿元。云硕新能源运营自有的云硕快充微信小程序、APP，对场站运营情况进行日常监控管理，用户也可通过手机扫码连接充电桩，待充电完成后进行付费。充电价格目前按时段在 0.85 元/度-1.35 元/度之间波动。同时，云硕新能源也通过百度、高德等第三方聚合平台进行引流，用户扫码充电缴费后，由聚合平台收款；聚合平台每月

⁹ 2022 年起不再出租，作为存货管理。

¹⁰ 除运营东部软件园外，东软股份还存在部分委托管理业务，受托管理关联方及其它第三方物业房产。

¹¹ 含 0.37 万平方米无证证面积。

会预付云硕新能源充电费，并按月与云硕新能源结算订单，确认实际收入。

商贸业务

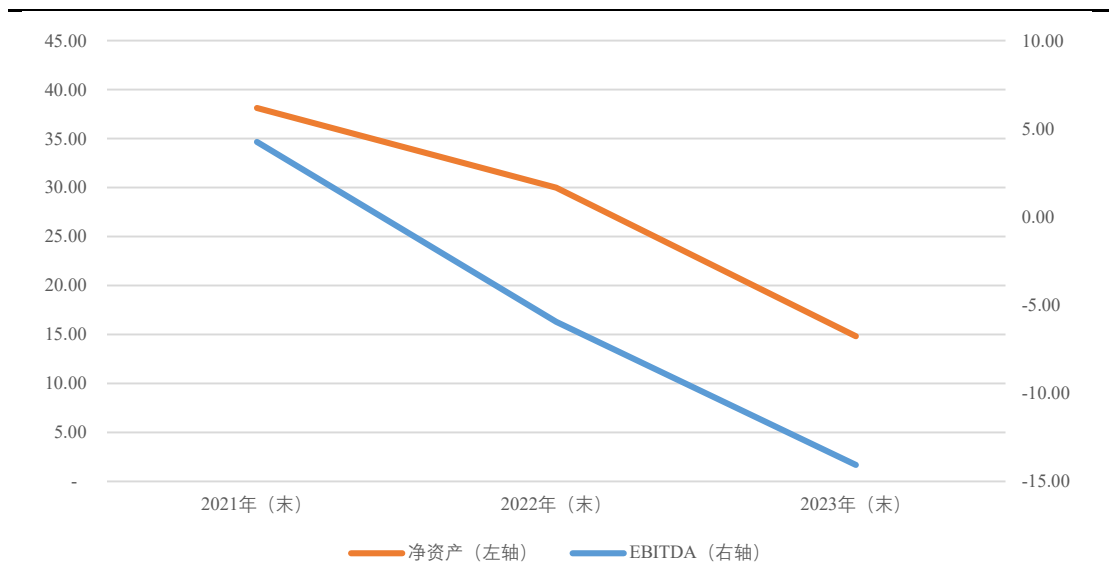
该公司商贸业务原分布在多家主体，包括子公司西湖集团（香港）有限公司（简称“香港公司”）、数源科技下属浙江数源贸易有限公司（简称“数源贸易”）、杭州信江科技发展有限公司、数源移动通信设备有限公司以及公司本部等。

2022 年以来，受外部客观因素扰动、客户流动性紧张等影响，该公司商贸业务货款回收进度变缓，应收款项余额大幅增加，且部分下游客户票据出现了逾期。出于谨慎性考虑，公司 2022 年对于部分应收款项进行了单项计提，从而产生了大量的坏账准备。2023 年，在综合考量回款情况及偿债能力后，公司继续对于应收款项计提信用减值损失，导致当年仍存在大量信用减值损失。2024 年以来，公司通过积极协商催讨追回部分款项，2024 年上半年度冲回信用减值损失 1.50 亿元。另外，公司还通过诉讼保全资产、追加各类担保等方式加强还款保障，后续仍需关注其款项回收情况。

受此影响，该公司商贸业务规模持续收缩，加之业务已基本采用净额法核算，2023 年和 2024 年上半年度公司商贸业务收入仅为 0.09 亿元和 0.02 亿元。当前仅数源贸易、香港公司仍存在一定贸易业务。

（2） 竞争地位

图表 7. 反映公司竞争地位要素的主要指标值及变化趋势（单位：亿元）



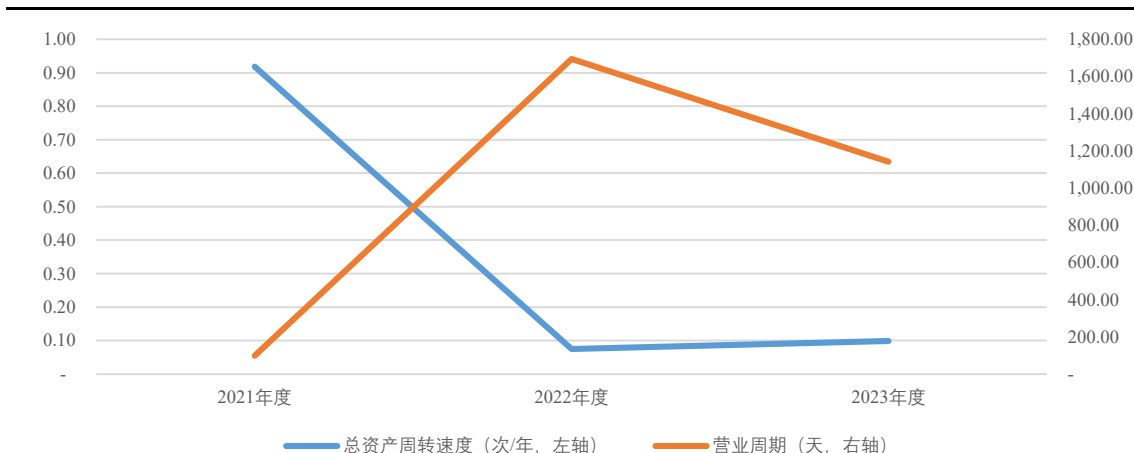
注：根据西湖电子所提供数据整理、绘制。

该公司业务涉及电子产品、园区运营、房地产、新能源充电、商贸等板块，呈现多元化，但单一业务板块收入规模均不大。通过多年经营，公司在园区运营管理方面经验丰富，园区运营业务已经形成一定业务资源积累，旗下东部软件园、数源软件园等的区位良好。

近年来，受信用减值及资产减值计提影响，该公司盈利能力欠佳，连续呈现亏损状态。受此影响，2021-2023 年公司 EBITDA 分别为 4.25 亿元、-5.95 亿元和 -14.07 亿元；同时，受亏损导致未分配利润持续减少影响，公司权益规模亦出现下滑，同期末分别为 38.13 亿元、29.98 亿元和 14.83 亿元。

(3) 经营效率

图表 8. 反映公司经营效率要素的主要指标值

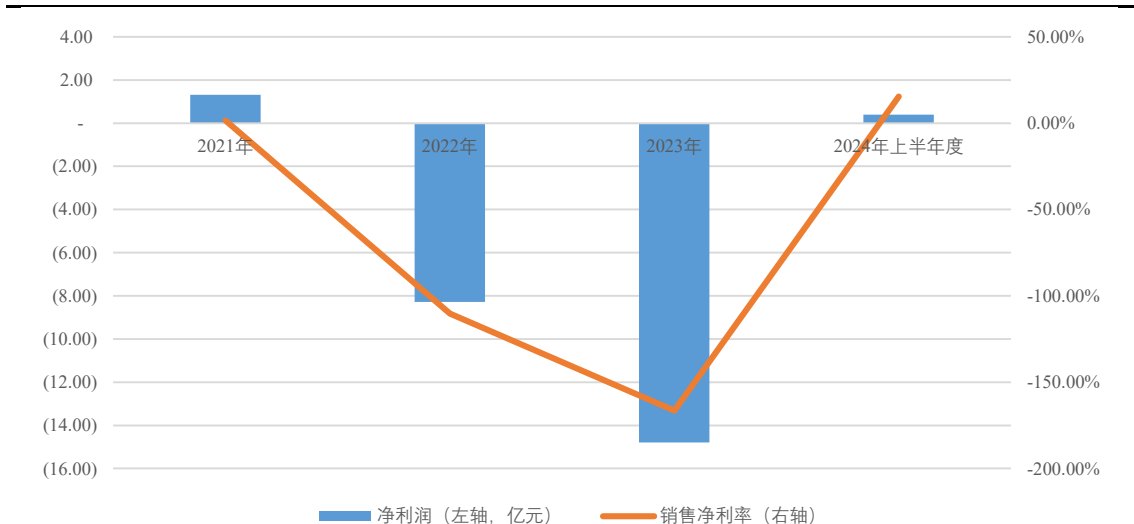


资料来源：根据西湖电子所提供数据整理、绘制。

近年来该公司商贸等业务存在应收款难以回收，账期拉长等情况，应收款余额总体较大，加之商贸业务基本采用净额法核算，导致公司相关经营效率指标表现欠佳。2021-2023 年公司营业周期分别为 98.94 天、1,694.60 天和 1,141.83 天；同期总资产周转速度分别为 0.92 次/年、0.07 次/年和 0.10 次/年。

(4) 盈利能力

图表 9. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据西湖电子所提供数据整理、绘制。

该公司近年连续对于商贸及房地产板块进行较大规模信用及资产减值计提，公司整体呈现大额亏损状态。其中，2023 年公司营业毛利为 3.70 亿元，同比增加 15.69%，当年毛利率为 41.61%，受房地产业务结转收入占比上升，园区运营板块毛利率回升等影响，公司当年毛利同比有所增长。各业务板块来看，房地产、园区运营及电子产品业务当年毛利分别为 1.41 亿元、0.94 亿元和 0.49 亿元，对毛利贡献程度相对较高。但随着房地产项目结转完毕，后续收入贡献可持续性不足。

2023 年，该公司期间费用为 3.88 亿元，同比增加 18.27%，主要受管理费用、财务费用支出增长等影响；当年期间费用率为 43.62%。公司当年期间费用以管理费用（含研发费用）和财务费用为主。其中，管理费用（含研发费用）为 1.55 亿元，同比增加 1.23%，主要是折旧等增加；同期财务费用为 2.19 亿元，其中随着有息债务的压缩，公司当期利息支出减少，但同时受利息收入减少影响，当年财务费用支出同比仍增加 32.82%。

2023 年，该公司商贸及房地产板块继续存在较多减值计提情况，其中公司当年计提信用减值损失 15.19 亿元（主

要是应收账款坏账)、资产减值损失 1.99 亿元(主要是房地产相关股权投资及存货减值),对利润形成重大拖累。2023 年公司净利润为-14.80 亿元。

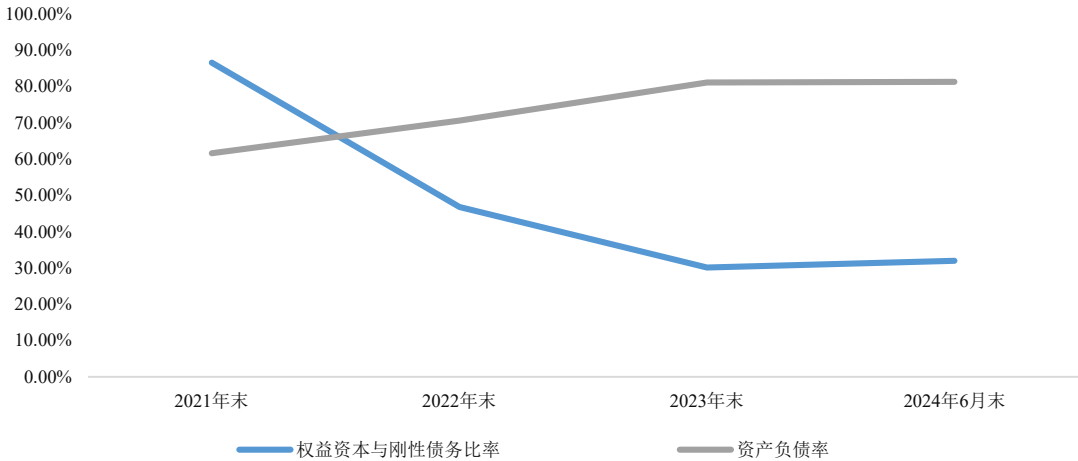
2024 年上半年度,该公司营业收入及毛利分别为 2.59 亿元和 1.08 亿元,当期期间费用合计 1.84 亿元,由于公司通过积极协商催讨应收账款及其他应收款相关款项,部分款项收回后进行信用减值损失抵消(当期信用减值损失为-1.50 亿元),净利润由负转正至 0.40 亿元。整体盈利仍较依赖于非经营性损益,稳定性较弱。

财务

2023 年,随着公司债回售及短期借款偿还,该公司债务规模总体有所减少,但同时经营亏损大幅削弱权益资本,公司资产负债率进一步上升;2024 年以来,负债规模和权益资本均有所增加,财务杠杆仍属于偏高状态。公司债务中刚性债务占比较高,且期限结构偏短期化,面临债务偿付压力。公司经营性现金净流量波动较大,对债务保障稳定性较弱,但公司外部融资渠道仍较畅通,并持有一定规模区位良好的物业资产以及可变现金融资产,加之股东资金支持,能对融资、债务滚续或偿还起到支撑作用。同时仍需关注公司后续应收款项、房地产板块相关资产价值变动情况,已计提损失挽回情况。

1. 财务杠杆

图表 10. 公司财务杠杆水平变动趋势



注:根据西湖电子所提供的数据整理、绘制。

2021-2023 年末和 2024 年 6 月末,该公司负债总额分别为 61.09 亿元、71.83 亿元、63.64 亿元和 65.08 亿元,有所波动,其中 2023 年有所减少,主要是公司偿还短期借款及债券完成部分回售,刚性债务规模缩减所致;2024 年 6 月末较上年末增加 2.26%主要系其他应付款增加所致。同期末,公司所有者权益分别为 38.13 亿元、29.98 亿元、14.83 亿元和 15.00 亿元,2021-2023 年末呈下滑趋势,主要受亏损导致未分配利润减少影响;2024 年 6 月末受少数股东权益增加影响所有者权益较上年末略增 1.16%。受上述因素综合影响,公司资产负债率明显上升,同期末分别为 61.57%、70.55%、81.10%和 81.27%,目前财务杠杆已处于高水平。同时权益资本对刚性债务的覆盖程度总体也存在下滑。后续来看,随着股东增资的推进,预计有助于公司权益资本实力及债务负担水平的改善,关注后续资本金到位情况。

(1) 资产

图表 11. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末
流动资产(亿元,在总资产中占比%)	66.25	61.92	28.33	29.58
	66.76	60.81	36.10	36.93

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末
其中：货币资金（亿元）	9.77	12.13	7.08	6.97
交易性金融资产（亿元）	2.38	2.05	1.76	1.80
应收票据及应收账款（亿元）	24.83	34.13	10.39	9.16
预付款项（亿元）	10.40	0.68	0.53	1.95
其他应收款（亿元）	4.68	5.02	3.18	4.47
存货（亿元）	12.88	7.18	4.67	4.39
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	32.98	39.90	50.14	50.51
	33.24	39.19	63.90	63.07
其中：长期股权投资（亿元）	17.94	17.19	26.54	27.37
固定资产（亿元）	0.62	2.30	7.23	6.87
投资性房地产（亿元）	9.33	11.87	7.03	7.20
期末全部受限资产账面金额（亿元）	/	/	12.25	11.14
受限资产账面余额/总资产（%）	/	/	15.61	13.91

注：根据西湖电子所提供数据整理、计算。

2021-2023 年末和 2024 年 6 月末，该公司资产总额分别为 99.23 亿元、101.81 亿元、78.47 亿元和 80.08 亿元，近年受资产减值计提等影响，总体有所减少。

2023 年末，该公司流动资产为 28.33 亿元，较上年末减少 54.25%，主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据及应收账款、存货等构成。同期末，公司货币资金为 7.08 亿元，其中受限货币资金 1.26 亿元，主要为各类保证金、账户冻结等；公司交易性金融资产主要为持有的国泰君安股票（年末为 1.37 亿元）、理财产品等，公允价值易存在波动。公司年末应收票据及应收账款为 10.39 亿元，受计提大额信用减值、前期款项收回等影响，较上年末减少 69.55%。其中，年末应收账款为 10.38 亿元，较上年末减少 58.44%，已累计计提坏账准备 20.89 亿元（其中单项计提坏账准备 20.29 亿元、按账龄组合计提坏账准备 0.60 亿元）。同期末，公司存货为 4.67 亿元，较上年末减少 35.03%，主要受数源科技大厦项目结转以及文鸿金座项目计提存货减值等影响所致，年末开发产品为 4.38 亿元。2024 年 6 月末，公司流动资产较上年末略增 4.40%至 29.58 亿元，主要是其他应收款中往来款增加所致。

2023 年末，该公司非流动资产为 50.14 亿元，较上年末增加 25.67%，年末余额主要由投资性房地产、固定资产、长期股权投资等构成。其中，受部分投资性房地产核算调整转入固定资产等影响，公司 2023 年末投资性房地产较上年末下降 40.80%至 7.03 亿元，公司投资性房地产采用成本模式计量；同时，固定资产较上年末增加 214.20%至 7.23 亿元，其中年末用于经营租赁租出的固定资产为 4.71 亿元、未办妥产权证书¹²的固定资产为 2.79 亿元。公司投资性房地产及固定资产以房屋及建筑物为主，主要为公司拥有的产业园、物业资产等。同期末，公司长期股权投资为 26.54 亿元，较上年末增加 54.41%，主要系当期新增购买华数传媒控股股份有限公司股份¹³（简称“华数传媒”，证券代码：000156.SZ），年末为 11.47 亿元；同时公司还持有华数传媒第一大股东华数数字电视传媒集团有限公司 9.19%股权，年末余额为 5.29 亿元。此外，长期股权投资年末余额还包括对房地产业务板块联营项目公司（年末余额合计 5.16 亿元）、杭州大自然科技股份有限公司（证券代码：834019.OC，年末余额 1.18 亿元）等多家联营企业的投资。2023 年，公司长期股权投资宣告发放现金股利或利润合计为 0.48 亿元；权益法下确认投资收益合计为-0.49 亿元，主要是温州市景都冠荣科技有限公司-0.71 亿元¹⁴；计提长期股权投资减值准备 1.34 亿元，涉及联营房地产企业，其中主要系合肥印象西湖房地产投资有限公司（简称“印象西湖”）计提 1.02 亿元。2024 年 6 月末，公司非流动资产较上年末略增 0.73%至 50.51 亿元，变动不大。

2024 年 6 月末，该公司受限资产为 11.14 亿元，占期末总资产的 13.92%，其中货币资金 1.13 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、履约保证金，其他包括存货 2.20 亿元、投资性房地产 1.77 亿元、长期股权投资 5.29 亿元等，主要用于融资抵押。

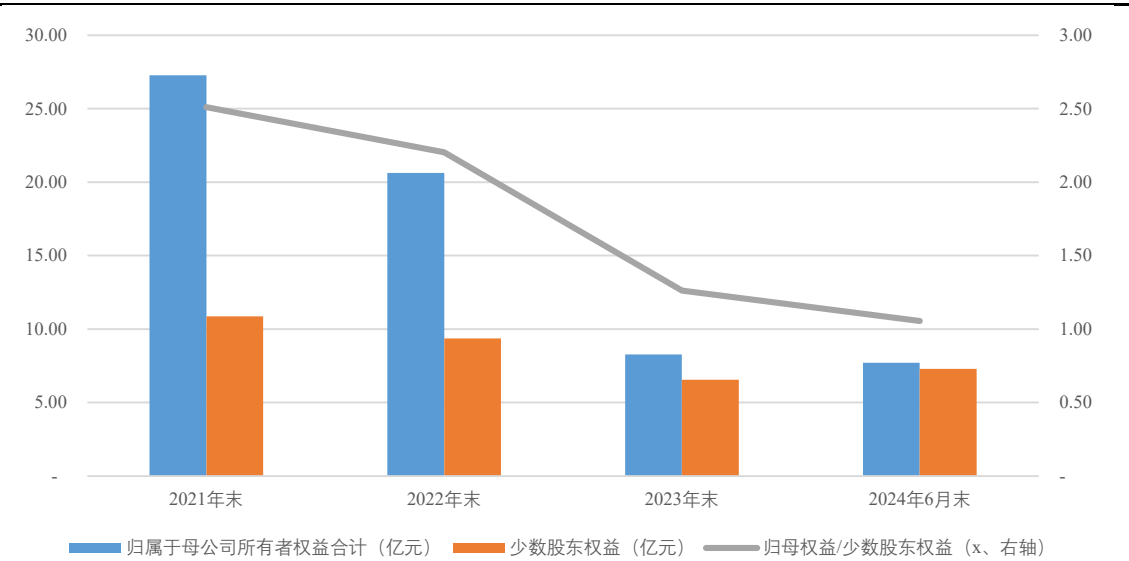
¹² 因划拨土地尚未缴纳土地出让金，转让和抵押受限；数源科技大厦部分单位还未办证；历史遗留或构筑物无法办理产权证等原因。

¹³ 公司为其第三大股东，截至 2024 年 6 月末持有股份 143,335,500 股，持股比例 7.74%。

¹⁴ 因三方股东就未来项目方向未达成一致共识，较大可能停止项目投资建设，前期缴纳的宗地定金 1.11 亿元按合同约定存在不予退还的可能，2023 年度按权益法确认对其投资收益-0.71 亿元。

(2) 所有者权益

图表 12. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根西湖电子所提供的数据整理、绘制。

该公司连续亏损削弱了权益规模，2021-2023 年末及 2024 年 6 月末公司所有者权益分别为 38.13 亿元、29.98 亿元、14.83 亿元和 15.00 亿元；同期末，归属于母公司所有者权益分别为 27.27 亿元、20.63 亿元、8.28 亿元和 7.70 亿元。公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。同期末，公司实收资本均为 2.66 亿元；资本公积分别为 11.42 亿元、10.93 亿元、10.90 亿元和 10.30 亿元，变动不大；未分配利润分别为 12.24 亿元、6.06 亿元、-6.33 亿元和 -6.33 亿元，2023 年以来受到亏损影响未分配利润已转为负数。

2024 年 7 月，公司与股东杭州资本签订《增资协议》，由杭州资本增资 25.00 亿元，省财开公司放弃对本次增资的优先认缴权。截至 2024 年末，公司收到增资款 14.55 亿元¹⁵，注册资本增至 10.6985 亿元，杭州资本持股比例为 97.51%、省财开公司持股比例为 2.49%。该增资事项增强了公司资本实力，增加公司所有者权益稳定性。

(3) 负债

图表 13. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末
刚性债务	44.06	64.16	49.28	46.94
其中：短期刚性债务	25.66	44.50	26.51	39.27
中长期刚性债务	18.40	19.67	22.78	7.67
应付账款	1.91	2.25	2.16	2.04
预收账款及合同负债	1.37	0.54	0.54	0.91
其他应付款 ¹⁶	9.98	1.69	9.07	13.16
综合融资成本（年化，%）	4.39	4.20	4.22	4.01

资料来源：西湖电子

从债务期限结构看，2021-2023 年末和 2024 年 6 月末，该公司长短期债务比分别为 49.39%、41.68%、60.79%和 16.00%，债务结构总体偏短期，2024 年以来受有息债务即将到期影响，债务结构显著短期化。

2023 年末，该公司流动负债为 39.58 亿元，较上年末减少 21.93%，主要由短期刚性债务、应付账款、其他应付款等构成。年末，由于短期借款偿还，公司短期刚性债务减少至 26.51 亿元，较上年末减少 40.43%。同期末，公司应付账款为 2.16 元，主要为应付供应商货款等，较上年末减少 3.76%。同期末，公司其他应付款为

¹⁵ 增资款 14.55 亿元中计入注册资本 8.0385 亿元，资本公积 6.5115 亿元

¹⁶ 不含应付利息及应付股利。

9.07 亿元，较上年末大幅增加，主要系往来款增加所致，年末余额主要为往来款 8.23 亿元（主要是杭州资本 6.01 亿元）、押金保证金 0.27 亿元、咨询服务费 0.27 亿元等。2023 年末，公司非流动负债为 24.06 亿元，较上年末增加 13.87%，主要由长期借款和应付债券构成，期末合计占比为 94.66%。

2024 年 6 月末，该公司流动负债为 56.10 亿元，较上年末增加 41.75% 主要系长期有息债务即将到期偿付叠加其他应付款增加所致。期末，公司对杭州资本的其他应付款增至 9 亿元。受中长期刚性负债即将到期偿付影响，公司期末非流动负债为 8.98 亿元，较 2023 年末减少 62.68%。

图表 14. 公司 2024 年 6 月末存续刚性债务期限结构（单位：亿元）

到期年份	≤1 年	(1~2 年]	(2~3 年]	(3~5 年]	>5 年	合计
合并口径	39.27	7.29	-	-	0.38	46.94
母公司口径	23.38	7.00	-	-	-	30.38

资料来源：西湖电子

2023 年末，该公司刚性债务为 49.28 亿元，期限上大多于 1-2 年内到期，集中偿付和债务滚续压力偏大。公司年末刚性债务主要由借款及债券构成，其中年末各类借款（包括短期借款、长期借款及一年内到期的长期借款）为 31.15 亿元，借款以保证借款、信用借款及抵押借款为主；应付债券为“20 西电 01”和“22 西电 01”。2024 年 6 月末，公司刚性债务为 46.94 亿元，以短期刚性债务为主，偿付压力大；期末刚性负债主要是由银行借款 28.59 亿元和应付债券组成。2021-2023 年和 2024 年上半年度公司综合融资成本分别为 4.39%、4.20%、4.22% 和 4.01%，2024 年以来综合融资成本有所下降。

图表 15. 公司 2024 年 6 月末借款类型构成（单位：亿元）

借款类型	短期借款	长期借款（含一年内到期部分）	合计
信用借款	3.95	2.49	6.44
保证借款	12.95	1.47	14.42
抵押借款	3.30	3.30	6.60
保证及抵押借款	-	0.79	0.79
质押借款	0.31	-	0.31
利息	0.01	0.01	0.02
合计	20.53	8.06	28.59

资料来源：西湖电子

财务资金及投融资管理方面，该公司制定了《西湖电子集团有限公司资金管理办法》，对公司本级及下属企业的账户及资金存放管理、资金集中管理、资金筹集管理等各类资金管理活动进行规范；上市公司另有规定的，从其规定。资金集中管理方面，公司对下属企业闲置资金进行归集管理，并遵循“资金归属不变、主体资格不变、有偿使用”的原则。公司通过《西湖电子集团有限公司投资管理制度》明确投资权限，并对投资风险管理、投资事前、事中、事后管理等相关环节进行规范。

2. 偿债能力

(1) 现金流量

图表 16. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年上半年度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	-8.01	-7.20	-0.02	6.11
其中：业务现金收支净额（亿元）	-13.96	-2.02	8.34	2.16
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	2.44	3.02	-7.52	-5.35
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金（亿元）	0.83	2.34	0.54	0.23
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	1.46	4.59	3.27	-0.74
其中：分配股利、利润或偿付利息支付	3.19	2.86	3.06	1.19

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度	2024 年上半年度
的现金（亿元）				

资料来源：根据西湖电子所提供数据整理、计算。

2021-2023 年和 2024 年上半年度，该公司经营性现金流量净额分别为-8.01 亿元、-7.20 亿元、-0.02 亿元和 6.11 亿元，波动较大。其中，随着当期主业经营资金回笼、房产实现销售及前期应收款回款，公司 2023 年以来“业务现金收支净额”有所改善。同时，公司经营环节现金流还受业务经营性费用支出、贸易业务代收代付款项、保证金收支及往来款等因素影响。公司近年经营性现金流表现稳定性总体偏弱。

2021-2023 年和 2024 年上半年度，该公司投资环节产生的现金流净额分别为 2.44 亿元、3.02 亿元、-7.52 亿元和 -5.35 亿元，公司近年来投资环节现金流主要受项目建设、理财收支、对外股权投资及投资收益、资产处置、对联营公司借款等因素综合影响。其中 2023 年主要受购买华数传媒股份影响，2024 年上半年度主要受关联方借款等影响，投资环节现金流均呈现净流出状态。

2021-2023 年和 2024 年上半年度，该公司筹资性现金流量净额分别为 1.46 亿元、4.59 亿元、3.27 亿元和-0.74 亿元。其中，2023 年主要受股东及企业间借款增加，同时偿还银行借款及回售债券等综合影响，筹资性现金流总体呈现净流入状态。2024 年上半年度，公司继续偿还借款，筹资性现金流呈现净流出状态。

（2）偿债能力

图表 17. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2021 年度	2022 年度	2023 年度
EBITDA（亿元）	4.25	-5.95	-14.07
EBITDA/利息支出（倍）	2.11	-2.18	-6.10
EBITDA/刚性债务（倍）	0.10	-0.11	-0.25

资料来源：根据西湖电子所提供数据整理、计算。

该公司 EBITDA 主要受利润总额和利息支出影响，2023 年 EBITDA 为-14.07 亿元，对利息支出和刚性债务的保障不足。

调整因素

该公司控股股东为杭州资本，实际控制人为杭州市国资委。公司近年董监高人员存在较大变动，目前除监事会外，人员已基本配置到位。由于内控管理存在不足等，公司下属上市子公司存在股票被实施其他风险警示、被出具警示函等事项，影响尚待进一步消除。

1. 流动性/短期因素

图表 18. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2021 年末	2022 年末	2023 年末	2024 年 6 月末
流动比率（%）	161.99	122.13	71.58	52.72
速动比率（%）	105.06	106.62	58.44	41.40
现金比率（%）	29.86	28.16	22.38	15.66

资料来源：根据西湖电子所提供数据整理、计算。

2021-2023 年末和 2024 年 6 月末，该公司流动比率分别为 161.99%、122.13%、71.58%和 52.72%；现金比率分别为 29.86%、28.16%、22.38%和 15.66%，近年来流动性指标出现下滑，流动性压力有所加大。

截至 2024 年 6 月末，该公司合并范围获得的银行综合授信总额为 44.20 亿元，尚余 21.96 亿元额度未使用，后续仍存在一定融资空间。同时，公司园区等物业资产大多位于杭州市繁华地段，区位优势；加之公司持有的华数传媒等股票资产及理财产品，变现能力较好，均可为公司新增融资及债务滚续提供支撑。

2. ESG 因素

该公司控股股东为杭州资本，实际控制人为杭州市国资委。

2022 年以来，该公司董监高人员存在较大变动。根据杭政函[2022]51 号、杭政干[2022]17 号及杭国资党委任[2022]41 号文件，于 2022 年 9 月分别免去章国经公司法定代表人、董事长职务，许虎忠公司副董事长、总经理职务，任命刘军为公司法定代表人、董事长。2023 年以来，为落实杭州市国资委有关董事会“外大于内”的工作要求，根据国资委下发的相关文件，公司董事会成员发生调整及增补，职工董事沈宏凌辞任，左鹏飞新任职工董事；董事丁毅辞任，葛辰、徐云鹤、王家华、陈斌新任外部董事。2024 年以来，根据杭政函[2024]3 号、杭国资党委任[2024]1 号及杭国资党委发[2024]5 号文件，公司于 2024 年 3 月分别免去郑武义董事、副总经理职务，新聘任徐建刚为公司副董事长、总经理；免去王家华董事职务，新聘任陈张林为公司董事。2024 年 4 月，公司根据杭组干通[2024]40 号文件，公司免去郑武义财务负责人、信息披露人职务，新聘任申晓军为董事、财务负责人、信息披露人。截至目前，公司董事会实际到位人员 8 名，多于章程规定的 7 名；监事会由 5 名监事组成，目前实际到位 1 名，缺 4 名（含监事会主席）；高级管理人员目前设总经理 1 名和副总经理 2 名。

内控管理方面，2023 年以来该公司针对前期经营管理层面出现的问题，加强内控管理体系建设，新增或修订内部管理制度 30 余项。

2023 年 5 月，该公司下属上市公司数源科技因被中汇会计师事务所（特殊普通合伙）出具了否定意见的内部控制审计报告¹⁷，根据《深圳证券交易所股票上市规则（2023 年修订）》第 9.8.1 条第四项的规定，股票被实施其他风险警示，股票简称由“数源科技”变更为“ST 数源”。浙江中会会计师事务所（特殊普通合伙）已出具了数源科技 2023 年度内部控制审计报告，为带强调事项段的无保留意见，强调事项内容为“公司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，相关内控控制存在缺陷”。关注其他风险警示后续消除情况。

2024 年 1 月，数源科技收到中国证券监督管理委员会浙江监管局（简称“浙江证监局”）下发的《关于对数源科技股份有限公司及相关人员采取出具警示函措施的决定》（〔2024〕11 号）（简称“《警示函》”）。《警示函》显示公司存在以下问题：一是 2020 年至 2022 年，数源科技部分商贸类及电子信息类业务的收入、成本确认不符合企业会计准则的规定，相关信息披露不准确；二是 2021 年至 2022 年，数源科技未及时、准确披露部分房地产项目合作交易；三是项目管理相关的内部控制存在重大缺陷，披露的内部控制评价报告不准确。

3. 表外事项

对外担保方面，截至 2023 年末，该公司合并口径下对外担保余额为 1.55 亿元，包括对联营企业印象西湖担保余额 0.57 亿元、温岭市祥泰置业有限公司的担保余额 0.55 亿元、以及对黑龙江新绿洲房地产开发有限公司担保余额 0.43 亿元。其中，中兴房产为印象西湖向浙江龙鼎控股集团有限公司（简称“浙江龙鼎”）出售作价 5.3 亿元资产的协议履行按持股比例提供保证担保，后出售资产终止。中兴房产于 2023 年 3 月 23 日收到浙江龙鼎民事起诉状，诉讼请求判令印象西湖返还资产转让定金 1 亿元、支付自 2021 年 4 月 1 日起至付清日的利息（暂计至 2023 年 2 月 27 日为 3,265.00 万元）、赔偿损失 559.38 万元及承担原告费用 439.33 万元。中兴房产因此对上述债务承担连带清偿责任。另外两笔对外担保均为借款担保。关注担保代偿风险。

此外，该公司合并口径下还存在一定诉讼事项。针对主业已经计提的坏账部分，公司正通过司法程序进行追讨，根据审计报告披露，多笔诉讼处于诉前调解、待开庭、一审等阶段，关注后续进展及损失挽回情况。另外，2024 年 5 月，天德国际实业有限公司因股权转让纠纷起诉公司下属杭州信江科技发展有限公司及数源科技，要求继续履行 2021 年 1 月签订的《拟受让杭州天德仁润实业有限公司股权之意向书》等，涉及金额 1.705 亿元。该案件已于 2024 年 8 月 15 日第一次开庭，于 2024 年 12 月 30 日第二次开庭，目前尚未判决，需关注后续影响。

¹⁷ 导致否定意见的事项主要为：数源科技存在开展商品贸易，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，数源科技无法充分证实上述交易的商业合理性；数源科技开具服务费等内容的发票金额中有 6,479.59 万元，存在无法充分证实这部分交易的商业合理性的情形；部分联营企业的其他股东以及其他股东的关联方占用联营企业的资金净额为 8.94 亿元，数源科技对联营企业投后管理内部控制制度未能合理设计并有效执行等。详见数源科技 2023 年 4 月 28 日公告的《数源科技股份有限公司内部控制审计报告》。

4. 其他因素

该公司 2023 年关联交易主要包括关联购销、租赁、担保¹⁸等。其中，公司向关联方购买商品/接受劳务金额共计 1.26 亿元，对关联方出售商品/提供劳务共计 0.15 亿元；收取委托经营管理费共计 0.05 亿元；关联租赁收入 0.14 亿元等。截至 2023 年末，公司关联应收项目账面余额共计 9.68 亿元、计提坏账准备 5.16 亿元；关联应付项目账面余额 7.11 亿元，主要为股东方资金拆入。

根据该公司本部及数源科技的《企业信用报告》（2025 年 1 月 2 日、2025 年 1 月 6 日），公司及数源科技近三年来无不良或关注类信贷记录。根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息查询结果，未发现公司存在重大异常情况。

该公司园区等物业资产大多位于杭州市繁华地段，区位较优，但账面成本较低。

截至 2024 年 6 月末，该公司持有华数传媒 143,335,500 股，期末市值约 9.00 亿元，公司购买成本约为 9.57 亿元。

该公司本部主要职能为投融资管理。2023 年末母公司资产总额为 54.79 亿元，其中货币资金 3.65 亿元、交易性金融资产 1.37 亿元、应收账款 6.01 亿元和长期股权投资 29.34 亿元。债务方面，2023 年末母公司负债总额为 40.69 亿元，资产负债率为 74.27%，主要是刚性债务 31.28 亿元。2023 年母公司实现营业收入 0.06 亿元，净利润为-5.96 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 3.41 亿元。

外部支持

该公司为杭州市属企业，控股股东为杭州资本，经营发展过程中能得到政府及股东的必要支持。2024 年以来公司定位得到明确，将转型发展成为全市产业园区投资建设运营平台，未来在股东及政府支持下，有望在业务资源及项目方面实现进一步增长。

同时，该公司控股股东杭州资本在资金、担保等方面为公司提供了大力支持，并给予了公司 2024 年度较大额度的资金信用支持，截至 2024 年 6 月末，杭州资本为公司提供借款余额 9 亿元；其另对公司“22 西电 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。此外，根据 2024 年 7 月公告的增资计划，杭州资本拟对公司增资 25 亿元，截至 2024 年末已到位资本金 14.55 亿元。

同业比较分析

该公司经营涉及电子产品、园区运营、房地产、新能源充电、商贸等板块，业务收入来源较为多元。新世纪评级选取了中新苏州工业园区开发集团股份有限公司（简称“中新集团”）作为公司的同业比较对象。中新集团业务涉及园区开发运营、绿色公用及产业投资等，在园区业务领域具有一定可比性。

该公司园区运营等各项业务规模不大。受内外部因素影响，公司商贸及房地产等板块近两年计提了大量的信用减值及资产减值，对公司盈利能力造成明显拖累，同时也导致公司财务杠杆水平上升，偿债能力指标出现明显弱化。

债项信用分析

1. 担保人主体信用质量分析

杭州资本成立于 2018 年 11 月，为杭州市委市政府明确的“从事早期科创投资到中后期产业投资生命周期的国有资本投资运营公司”。杭州资本重点在智联生物、生物医药、高端装备、新材料、绿色能源等领域进行战

¹⁸ 见“表外事项”部分。

略布局，其目前主要业务板块包括制氧机业务、汽轮机业务、电力设备制造业务、商贸业务板块、电子业务板块及投资运营业务板块。杭州资本控股股东和实际控制人均为杭州市国资委。

（1）业务

杭州资本系杭州市国有资本投资运营平台，合并口径主营业务收入集中于杭氧股份、杭汽轮、杭州国裕国际贸易有限公司、西湖电子等子公司。2022 年受产品结构调整及原油价格与地区冲突等外部因素影响收入同比下降。2023 年以来，杭州资本无偿划出电力设备公司致使收入规模有所下降。合并口径盈利能力受资产划转影响较大，需关注后续资产划转安排。

母公司口径，投资收益是杭州资本利润的主要来源。杭州资本母公司投资组合以控股的子公司为主，投资涉及多个行业，投资组合风险维持低水平。投资组合中部分投资对象为上市企业，流动性保持较好水平。投资管理方面，杭州资本投资策略完善度很高，执行策略执行度很高，投资决策机制完善度高，投资策略风险小。杭州资本作为为杭州市委市政府明确的“从事早期科创投资到中后期产业投资生命周期的国有资本投资运营公司”，战略定位很高，且其投资团队能力强。目前杭州资本投资运营业务的运营时间较短，未有较多退出项目，后续仍需关注项目退出情况。

（2）财务

近年来，杭州资本母公司通过外部融资满足对外投资资金需求，刚性债务规模逐年增长，但得益于股权划入及财政资金，所有者权益稳步增长，财务杠杆仍保持较低水平。资产方面，杭州资本母公司充足货币资金及较高投资组合市值，资产流动性较高，能为其债务偿付提供较好保障。

（3）调整因素

无。

（4）支持因素

杭州资本为杭州市市属国有资本运营平台，战略地位显著。杭州国资委为杭州资本的全资股东，且为杭州资本的实际控制人，杭州资本自成立以来多次获得控股股东及政府资金支持及资产划转。2021-2023 年末，杭州资本母公司资本公积分别为 95.29 亿元、95.39 亿元和 188.44 亿元，逐年增长。其中，2023 年增长显著主要系杭州市财政局将杭高投和杭投发 100%股权无偿划转至公司，增强了杭州资本的投资运营业务规模与资本实力。同时，杭州资本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和杭州科创基金两支基金，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 年公司共收到财政资金 23.81 亿元。

经本评级机构 2025 年 3 月 6 日信用评审委员会评定，杭州市国有资本投资运营有限公司主体信用等级为 AAA_{pi} 级，评级展望稳定。

2. 特殊条款

该公司本期债券发行期限为 5 年，设置了第 3 年末发行人赎回选择权、投资者回收选择权以及票面利率调整选择权。2025 年 2 月，公司发布《关于放弃行使“22 西电 01”发行人赎回选择权的公告》称，根据公司实际情况及当前市场环境，公司决定放弃行使赎回选择权。

发行人有权在本期债券存续期间的第 3 年末赎回本期债券全部未偿份额。发行人决定行使赎回选择权的，承诺履行如下义务：（1）积极筹备赎回资金，确保按照债券募集说明书和相关文件的约定，按时偿付本期债券未偿本息。（2）发行人承诺不晚于赎回资金发放日前 30 个交易日披露关于是否行使赎回选择权的公告，明确赎回债券基本情况、赎回实施办法、资金兑付日期及利息计算方法等安排。（3）发行人承诺按照交易所、登记结算机构的规定和相关约定及时启动债券赎回流程，在各流程节点及时提交相关申请，及时划付款项，确保债券赎回的顺利实施。发行人行使赎回选择权并按约定完成赎回资金划付的，发行人与本期债券持有人之间的债权债务关系终止，本期债券予以注销并摘牌。

债券持有人有权在本期债券存续期的第 3 年末将其持有的全部或部分本期债券回售给发行人。为确保投资者回售选择权的顺利实现，发行人承诺履行如下义务：（1）发行人承诺将以适当方式提前了解本期债券持有人的回售意愿及回售规模，提前测算并积极筹备回售资金。（2）发行人承诺将按照规定及约定及时披露回售实施及其提示性公告、回售结果公告、转售结果公告等，确保投资者充分知悉相关安排。（3）发行人承诺回售登记期原则上不少于 3 个交易日。（4）回售实施过程中如发生可能需要变更回售流程的重大事项，发行人承诺及时与投资者、交易场所、登记结算机构等积极沟通协调并及时披露变更公告，确保相关变更不会影响投资者的实质权利，且变更后的流程不违反相关规定。（5）发行人承诺按照交易场所、登记结算机构的规定及相关约定及时启动债券回售流程，在各流程节点及时提交相关申请，及时划付款项。（6）如本期债券持有人全部选择回售的，发行人承诺在回售资金划付完毕且转售期届满（如有）后，及时办理未转售债券的注销等手续。

发行人有权在本期债券存续期的第 3 年末调整本期债券后续计息期间的票面利率。发行人决定行使票面利率调整选择权的，调整后的票面利率以发行人发布的票面利率调整实施公告为准，且票面利率的调整方向和幅度不限。发行人承诺不晚于票面利率调整实施日前的 1 个交易日披露关于是否调整本期债券票面利率以及调整幅度（如有）的公告。若本期债券投资者享有回售选择权的，发行人承诺前款约定的公告将于本期债券回售登记期起始日前披露，以确保投资者在行使回售选择权前充分知悉票面利率是否调整及相关事项。若发行人未行使票面利率调整选择权，则后续期限票面利率仍维持原有票面利率不变。

3. 增信措施及效果

本期债券由杭州资本提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，可为本期债券偿付提供良好保障。

4. 其他偿付保障措施

核心资产偿付保障

该公司持有较多优质资产，其园区等物业资产大多位于杭州市繁华地段，区位较优；加之公司持有的华数传媒等股票资产及理财产品，变现能力较好，可为公司债务偿付提供支撑。

评级结论

综上，本评级机构评定西湖电子主体信用等级为 AA，评级展望为稳定，债项的信用等级为 AAA。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期债券存续期（本期债券发行日至到期日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 3 个月内出具，且不早于每一会计年度结束之日起 7 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

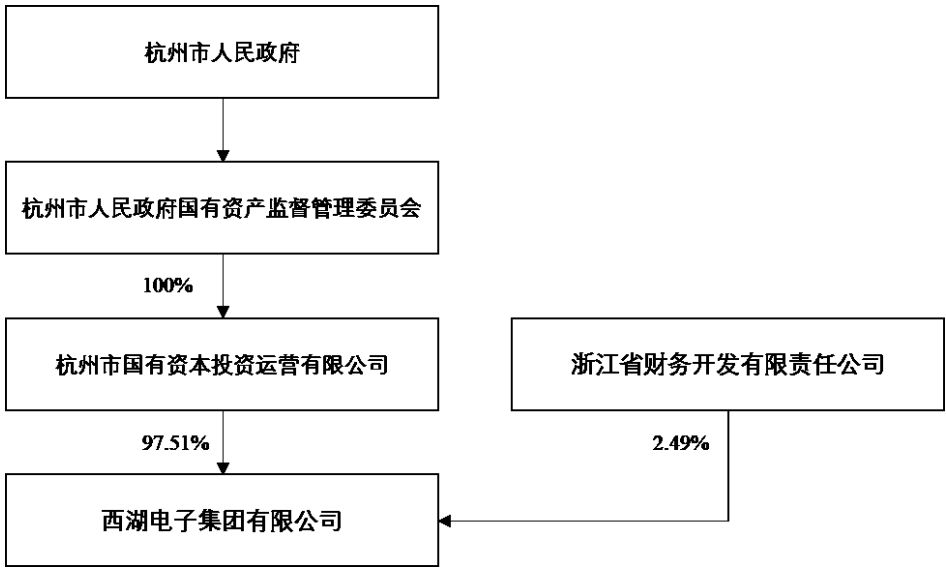
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在跟踪评级报告出具后，本评级机构将按照要求及时把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至监管部门指定的网站公告，且在监管部门指定网站的披露时间将不早于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

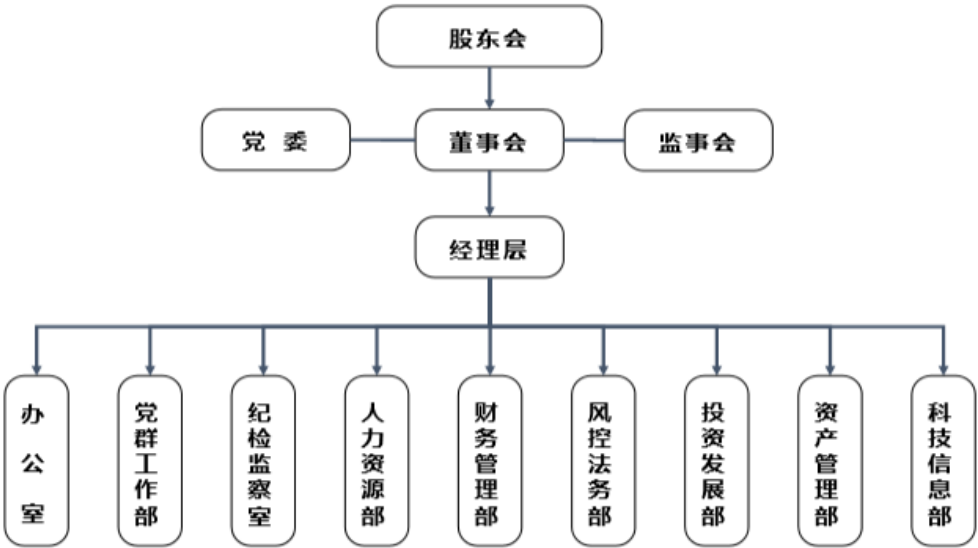
公司与实际控制人关系图



注：根据西湖电子提供的资料整理绘制（截至评级报告日）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据西湖电子提供的资料整理绘制（截至 2024 年 6 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	截至 2024 年 6 月末 持股比例 (%)	主营业务	2023 年（末）主要财务数据						备注
					刚性债务余额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营环节现金 净流入量 (亿元)	EBITDA (亿元)	
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州资本	股东	——	投资运营等	362.96	459.82	350.70	16.19	30.41	46.04	
西湖电子集团有限公司	西湖电子	本级	——	投融资管理等	31.28	14.10	0.06	-5.97	3.41	-8.31	母公司口径
数源科技股份有限公司	数源科技	一级子公司	41.43%	电子信息产品、贸易、房地产	12.93	12.09	6.73	-3.11	4.81	-2.27	

注：根据西湖电子 2023 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理；杭州资本为公开市场发债企业但并非本评级机构现有客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录四：

同类企业比较表

核心业务一：园区开发运营 归属行业：综合

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2023 年经营数据					2023 年（末）财务数据/指标			
		营业收入 （亿元）	总资产周转速度 （次/年）	EBITDA （亿元）	净资产 （亿元）	销售净利率 （%）	权益资本/刚性债 务（倍）	资产负债率 （%）	EBITDA/利息支 出（倍）	EBITDA/刚性债 务（倍）
中新苏州工业园区开发集团股份有限公司	AAA/稳定	36.57	0.11	26.51	191.06	41.84	2.18	45.47	6.06	0.32
西湖电子	AA/稳定	8.89	0.10	-14.07	14.83	-166.42	0.30	81.10	-6.10	-0.25
子公司：东软股份	/	1.33	0.21	0.80	3.97	29.57	6.73	34.21	19.71	0.98

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 上半年度/末
资产总额 [亿元]	99.23	101.81	78.47	80.08
货币资金 [亿元]	9.77	12.13	7.08	6.97
刚性债务[亿元]	44.06	64.16	49.28	46.94
所有者权益 [亿元]	38.13	29.98	14.83	15.00
营业收入[亿元]	87.43	7.52	8.89	2.59
净利润 [亿元]	1.31	-8.28	-14.80	0.40
EBITDA[亿元]	4.25	-5.95	-14.07	—
经营性现金净流入量[亿元]	-8.01	-7.20	-0.02	6.11
投资性现金净流入量[亿元]	2.44	3.02	-7.52	-5.35
资产负债率[%]	61.57	70.55	81.10	81.27
权益资本与刚性债务比率[%]	86.55	46.73	30.09	31.96
流动比率[%]	161.99	122.13	71.58	52.72
现金比率[%]	29.86	28.16	22.38	15.66
利息保障倍数[倍]	1.70	-2.38	-6.42	—
担保比率[%]	9.89	10.68	10.45	12.82
营业周期[天]	98.94	1,694.60	1,141.83	—
毛利率[%]	5.97	42.54	41.61	41.81
营业利润率[%]	1.69	-120.35	-215.41	21.12
总资产报酬率[%]	3.61	-6.48	-16.45	—
净资产收益率[%]	3.55	-24.32	-66.04	—
净资产收益率*[%]	2.19	-25.21	-84.28	—
营业收入现金率[%]	93.03	1,063.43	223.87	206.92
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.07	-15.72	-0.04	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-9.55	-6.29	-11.13	—
EBITDA/利息支出[倍]	2.11	-2.18	-6.10	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.10	-0.11	-0.25	—

注：表中数据依据西湖电子经审计的 2021~2023 年度及未经审计的 2024 年上半年度财务数据整理、计算，其中 2021 年度数据采用 2022 年审计报告列示的经追溯调整后的 2021 年度数据，2022 年度数据采用 2023 年审计报告列示的经追溯调整后的 2022 年度数据。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}

毛利率(%)=1—报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/（报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息）

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

担保人主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2021 年/末	2022 年/末	2023 年/末	2024 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	729.55	798.89	1,014.05	1,002.32
货币资金 [亿元]	108.07	120.88	124.93	110.36
刚性债务[亿元]	186.77	246.23	362.96	375.13
所有者权益 [亿元]	362.96	390.23	459.82	476.00
营业收入[亿元]	376.87	357.10	350.70	66.79
净利润 [亿元]	32.48	26.73	16.19	5.38
EBITDA[亿元]	49.68	49.27	46.04	-
经营性现金净流入量[亿元]	17.86	20.10	30.41	4.58
投资性现金净流入量[亿元]	-79.75	-52.34	-47.85	-24.15
资产负债率[%]	50.25	51.15	54.66	52.51
权益资本与刚性债务比率[%]	194.33	158.48	126.68	126.89
流动比率[%]	171.68	155.83	143.00	167.85
利息保障倍数[倍]	9.45	5.26	2.59	-
担保比率[%]	4.78	3.80	8.94	7.47
营业周期[天]	45.91	58.58	49.41	-
毛利率[%]	15.76	17.36	15.25	15.47
净资产收益率[%]	10.26	7.10	3.81	-
EBITDA/利息支出[倍]	11.42	6.74	3.51	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.40	0.23	0.15	-

注：表中数据依据杭州资本经审计的 2021-2023 年度及未经审计的 2024 年第一季度财务数据整理、计算，其中 2021 年度数据采用 2022 年审计报告列示的经追溯调整后的 2021 年度数据，2022 年度数据采用 2023 年审计报告列示的经追溯调整后的 2022 年度数据。杭州资本为公开市场发债企业但并非本评级机构现有客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]
上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。
刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务
EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

附录八：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2019 年 9 月 26 日	AA/稳定	熊桦、陈婷婷	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
	评级结果变化	2020 年 4 月 30 日	AA/稳定	熊桦、陈婷婷	新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）	-
	前次评级	2024 年 9 月 11 日	AA/稳定	熊桦、嵇敏珍	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-
	本次评级	2025 年 3 月 7 日	AA/稳定	嵇敏珍、王婷亚	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-
	债项评级	2025 年 3 月 7 日	AAA	嵇敏珍、王婷亚	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（通用版）FM-GS001（2022.12）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。