



# 杭州市国有资本投资运营有限公司

## 2025 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[2025]跟踪 1331 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 2025 年 6 月 26 日至 2025 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

2025 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、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

- 跟踪期内,杭州市经济环境良好,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继续较强竞争力
- 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情况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:袁悦颖 yyyuan@ccxi.com.cn

项目组成员:孔令媛 lykong@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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	798.89	1,021.88	1,075.70	1,083.74
所有者权益合计（亿元）	390.23	465.05	522.88	532.65
负债合计（亿元）	408.67	556.82	552.82	551.08
总债务（亿元）	247.14	363.87	368.32	369.92
营业总收入（亿元）	357.10	352.89	309.38	48.18
净利润（亿元）	26.73	16.38	28.75	5.25
EBIT（亿元）	34.13	30.19	43.39	--
EBITDA（亿元）	44.99	42.28	56.09	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	20.10	30.99	24.08	-1.78
营业毛利率（%）	17.36	15.30	13.72	23.18
总资产收益率（%）	4.47	3.32	4.14	--
EBIT 利润率（%）	9.56	8.56	14.02	--
资产负债率（%）	51.15	54.49	51.39	50.85
总资本化比率（%）	38.77	43.90	41.33	40.99
总债务/EBITDA(X)	5.49	8.61	6.57	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	6.16	3.22	3.69	--
FFO/总债务(X)	0.15	0.06	0.03	--
杭州资本（母公司口径）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
资产总计（亿元）	325.02	478.11	532.82	529.44
负债合计（亿元）	127.15	187.08	207.52	204.07
总债务（亿元）	109.10	128.01	146.46	146.95
所有者权益合计（亿元）	197.87	291.03	325.30	325.37
投资收益（亿元）	4.65	4.38	20.57	0.67
净利润（亿元）	2.84	2.42	17.43	0.07
EBIT（亿元）	5.47	6.34	20.89	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	1.10	40.96	2.22	-4.10
经调整的净资产收益率（%）	1.44	0.99	5.66	0.09*
资产负债率（%）	39.12	39.13	38.95	38.54
总资本化比率（%）	35.54	30.55	31.04	31.11
总债务/投资组合市值（%）	35.31	29.72	29.59	30.49
现金流利息覆盖倍数(X)	1.63	11.42	7.05	--

注：1、中诚信国际根据杭州资本提供的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、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）<sup>2</sup>审计并出具标准无保留意见的2024年度审计报告及未经审计的2025年一季度财务报表整理。其中，2022年、2023年财务数据分别采用了2023年、2024年审计报告期初数，2024年财务数据采用了2024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，形成大额的应收账款，截至2022年末应收账款余额为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。

<sup>2</sup> 根据杭州市国资委选聘担任2024-2026年度市属国企年报审计业务中介机构项目杭州市国有资本投资运营有限公司标段招标入围情况，华兴会计师事务所（特殊普通合伙）不再担任公司年度报表审计机构，改聘天健会计师事务所（特殊普通合伙）为公司2024-2025年度报表审计机构。

## ● 同行业比较（2024 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	323.43	60.00	38.28	24.16	23.04
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	485.53	53.14	78.18	18.39	7.60
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	532.82	100.00	38.95	20.57	17.43

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。

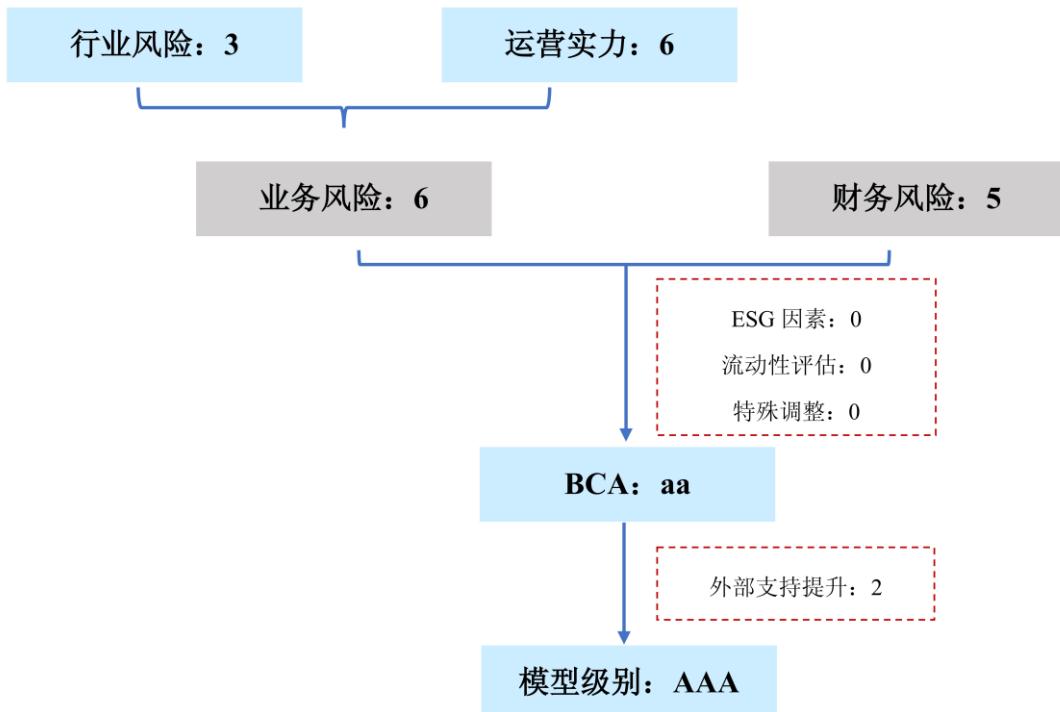
注：杭实集团为“杭州市实业投资集团有限公司”简称，杭州金投为“杭州市金融投资集团有限公司”简称。

## ● 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	2024/7/18 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\_2025\_1)



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，2025 年一季度中国经济开局良好，供需均有结构性亮点，但同时，中国经济持续回升向好的基础还需要进一步稳固，外部冲击影响加大，全年实现 5% 左右的增长目标虽有压力但仍有增量政策支撑。在创新动能不断增强、内需潜力不断释放、政策空间充足及高水平对外开放稳步推进的支持下，中国经济有望继续保持稳中有进的发展态势。

详见《一季度经济表现超预期，为全年打下良好基础》，报告链接 [https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu\\_W9CVC0WNLnY7FvBMw](https://mp.weixin.qq.com/s/eLpu_W9CVC0WNLnY7FvBMw)

## 业务风险

中诚信国际认为，2024 年以来，我国继续坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，股权投资市场有所回暖，并购重组热度提升，国家层面指导意见促进政府投资基金有序、健康发展，预计未来投资控股企业科创领域投资规模将继续扩大，债券融资规模将继续上升，需关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

2024 年以来，我国继续坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，多措并举支持科技创新企业发展，并购重组热度提升，虽然 2024 年股权投资市场延续下行态势，但有所回暖，国家层面指导意见促进政府投资基金有序、健康发展；同时，投资控股企业本部盈利有所改善，投资组合及债务规模增速放缓，发行利差下行，预计随着政策加深，科创领域投资规模将继续扩大，债券融资规模将继续上升，需关注相关企业投资管理能力、流动性和抗风险能力。

详见《中国投资控股企业特别评论》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11836?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。

2024 年，公司产权结构未发生变化，两会一层人员变动对公司影响有限；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，3 名董事及高级管理人员发生变化<sup>3</sup>，高管变化对公司影响较小。同时，公司战略方向明确，2024 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>4</sup>。

投资管理方面，2024 年以来公司投资与风控管理体系运行情况良好，对下属企业的主要管控模

<sup>3</sup> 目前，公司董事会构成如下：孙刚锋（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）、朱希伟（外部董事）、王小鲁（外部董事）。

<sup>4</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。

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，投资运营项目退出较少，投资业绩仍有待持续观察。

**表 1：2024 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	
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
2025/02	出售转让	杭州国裕国际贸易有限公司 51%	杭州热联集团股份有限公司	30.39	5.25	-2.68

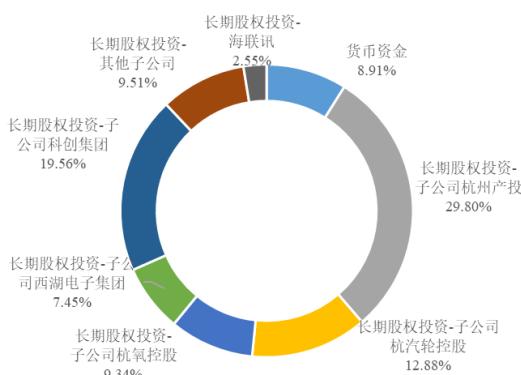
注：各主体主要财务数据为 2023 年末情况。

资料来源：公司公告及提供数据，中诚信国际整理

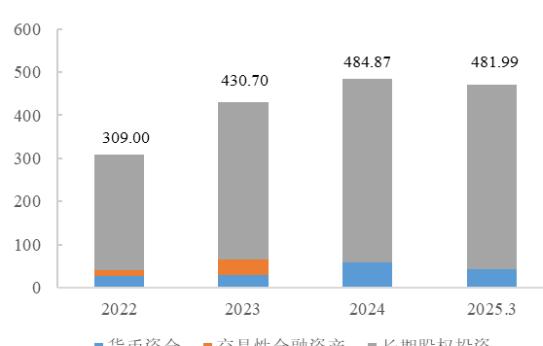
**母公司投资组合以控股的子公司为主，投资涉及多个行业，投资组合风险维持很低水平；资产证券化程度较高，流动性保持较好水平。**

2024 年，母公司对杭州产业投资有限公司（以下简称“杭州产投”）、杭州市科创集团有限公司（以下简称“科创集团”）及西湖电子集团有限公司（以下简称“西湖电子集团”）等增加投资，加之新组建杭州人才集团有限公司（以下简称“人才集团”）等子公司、深圳海联讯科技股份有限公司（以下简称“海联讯”）股权无偿划入，年末母公司投资组合市值保持增长；2025 年一季度末，受货币资金规模减少影响，母公司投资组合市值较上年末小幅下降。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、电力信息化等多个领域，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 2025 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。

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规模不大，但通过全资持股平台间接持有多

家优质上市公司股份，截至 2025 年 3 月末所持上市公司股份市值合计为 337.03 亿元，上述持股均无质押，此外，母公司持有一定的货币资金，总体资产证券化程度较高，流动性较好。

**表 2：截至 2025 年 3 月末母公司持有的上市公司情况（亿元）**

上市公司简称	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	12.25
<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	108.26
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	72.97
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	10.82
华东医药股份有限公司	华东医药	000963	参股公司	国佑资产运营	105.70
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	39.26
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

**2024 年以来，公司持续进行市场化项目投资，杭州科创基金和杭州创新基金对外投资规模快速增长，且目前在投项目较为优质并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。**

2024 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，同时公司及下属科创集团在杭州市国资委的指导下牵头组建的千亿规模杭州科创基金<sup>5</sup>和杭州创新基金<sup>6</sup>通过母基金形式与超过 140 家各类优质机构合作，跟踪期内对外投资规模保持增长，为杭州市产业发展和科技创新提供有力支撑。截至 2025 年 3 月末，创新基金实缴 173.95 亿元，科创基金实缴 64.20 亿元，未来拟计划投资合计规模 250.38 亿元，其中 2025 年计划出资 90.24 亿元，重点投资项目退出计划 6.26 亿元。资金来源方面，除前期杭州市财政拨付的 32 亿元外，2024 年公司收到财政资金合计 16.76 亿元<sup>7</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 2025 年 3 月末，公司直投项目认缴规模 81.63 亿元，已投资 90.99 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，2024 年新增投资阿维塔科技（重庆）有限公司、杭州盈德气体有限公司（以下简称“杭州盈德”）等主体，合计投资规模 39.84 亿元。项目退出方面，2024 年某保密项目以股权转让方式实现退出，退出回笼资金 9.25 亿元，退出收益 0.80 亿元，2024 年无新增上市项目，目前已上市项目包括零跑汽车等，未来通过二级市场退出或将为公司贡献投资回报。

**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，但该业务未来仍需一定规模资金投入，同时项目退出易受宏观经济、相关政策和市场行情等因素影响，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。**

**2024 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**

<sup>5</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。

<sup>6</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。

<sup>7</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。

份和杭汽轮营业收入保持增长但盈利规模有所下降，西湖电子集团扭亏为盈，海联讯保持平稳发展。

2024 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 2024 年业绩保持良好发展态势，收入与利润规模稳步增长，当年为公司贡献权益法确认的投资收益 5.77 亿元。

2024 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；当年新增订单金额 45.12 亿元，受市场需求低迷影响同比有所下降；但当年石化设备新增订单金额达到 8.41 亿元，同比增幅较大，非空分设备产品业务持续拓展；同时，杭氧股份加速拓展气体零售业务，2024 年总供气量 265.05 万 m<sup>3</sup>，同比有所增加，但受液体产品销售价格下降影响，气体收入小幅下滑。整体来看，2024 年杭氧股份销售收入同比小幅增长，受市场低迷、销售均价下降等因素影响，当年盈利规模同比下滑 22.24% 但仍保持了较好的盈利能力。此外，2024 年 11 月杭氧股份发布公告称，杭州产投拟以有限合伙人和其他投资人共同出资到杭州杭盟管理咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州杭盟”），并通过杭州杭盟收购杭州盈德部分股权，杭州盈德下属浙江盈德控股集团有限公司亦为工业气体行业龙头企业。目前上述交易已完成，杭州产投持有杭州盈德 18.55% 股权，由于公司及杭州产投无法控制杭州盈德，不会导致杭氧股份新增同业竞争。

作为我国最大的工业汽轮机制造公司，杭汽轮市场占有率为行业领先，继续保持较好的行业地位和技术优势。2024 年，在国内经济结构调整及“双碳”政策的影响下，工业汽轮机市场需求持续下滑，导致杭汽轮汽轮机产销量下降；同时，全国全口径发电装机容量同比增长，市场对发电机需求增加，杭汽轮发电机产销量大幅增长，并带动杭汽轮收入规模同比上升，但由于产品销售价格下行、人工等成本持续上升，当期利润规模小幅下降。此外，2025 年 6 月杭汽轮发布公告称，海联讯换股吸收合并杭汽轮事项<sup>8</sup>已获得交易双方股东大会审议通过，上述交易的正式方案尚需取得深交所审核通过及经中国证监会予以注册等批准，中诚信国际将对该交易事项的后续进展及其对公司的影响保持关注。

海联讯为从事电力信息化系统集成业务的国家高新技术企业，面向电力企业提供综合性整体解决方案，并提供相关的技术及咨询服务。电力信息化行业有较高的市场准入门槛，海联讯是国内较早从事电力信息化业务的国家高新技术企业之一，具有一定的先发优势。2024 年，海联讯经营业绩保持平稳发展。

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，2024 年由于其房地产业务结转收入规模减少，使当期营业收入同比减少，本期无大额信用减值损失计提事项，利润规模扭亏为盈。跟踪期内杭州资本持续给予西湖电子集团担保和增资等财务支持<sup>9</sup>，并加强对其业务和管理的管控，未来仍需对西湖电子集团经营业绩改善情况保持关注。

<sup>8</sup> 杭汽轮筹划由海联讯通过向杭汽轮全体换股股东发行 A 股股票的方式换股吸收合并杭汽轮，交易完成后，杭汽轮将终止上市并注销法人资格，海联讯将承继及承接杭汽轮的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务。海联讯因本次交易所发行的 A 股股票将申请在深交所创业板上市流通。

<sup>9</sup> 母公司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；2024 年母公司对西湖电子集团增资 14.55 亿元。

跟踪期内，公司持有的杭州国裕国际贸易有限公司（以下简称“国裕国贸”）51%股权已出售转让至杭州热联集团股份有限公司，不再经营大宗商品贸易业务。

**表 3：公司下属主要经营实体财务数据（亿元）**

公司名称	2024			
	总资产	净资产	营业收入	净利润
杭氧集团股份有限公司	240.70	103.89	137.16	9.91
杭州汽轮动力集团股份有限公司	172.52	95.17	66.39	5.79
杭州海联讯科技股份有限公司	6.74	5.15	2.28	0.17
西湖电子集团有限公司	79.68	29.23	4.84	0.15
华东医药股份有限公司（参股）	378.79	235.64	419.06	34.94

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，2024 年以来母公司盈利规模大幅增加，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

母公司未开展实体经营业务，营业收入规模很小，投资收益是母公司利润的主要来源。2024 年，由于母公司债务保持较快增速，财务费用及期间费用合计规模同比扩大；受益于杭汽轮控股、杭氧控股等子公司分红规模增加，当期成本法核算的长期股权投资收益大幅上升，带动利润总额大幅增加；2025 年一季度，母公司投资收益和利润总额同比保持增长态势，未来子公司分红政策及投资项目收益对母公司盈利的影响仍有待持续关注。

### 资产质量

2024 年以来，母公司总资产保持快速增长。具体来看，货币资金规模随归集非上市子公司资金规模、融资节奏及合并范围变化等持续增加；2024 年母公司赎回理财产品，交易性金融资产规模大幅减少；对下属子公司增资、资产划入等事项令母公司长期股权投资保持上升态势；其他应收款主要为对杭州产投的拆借款，截至 2024 年末为 31.62 亿元，但应收类款项占比仍维持较低水平。母公司负债以有息债务为主，为满足投资资金需求，母公司口径债务规模继续扩大；其他应付款主要系母公司归集资金，2024 年末规模保持增加态势。得益于股权划入及陆续获得财政资金，2024 年末母公司资本公积及所有者权益保持增长，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、资金拆借和存款利息变化而有所波动；2024 年，母公司赎回理财产品、资金回笼，加之对外投资规模同比下降，投资活动现金净流出规模显著下降；公司通过债务融资满足对外出资需求，筹资活动现金保持净流入态势，但 2025 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所致。此外，本部投资收益主要系子公司现金分红，2024 年以来获现比例继续保持较高水平。跟踪期内，货币等价物

对短期债务的覆盖能力有所下降，但投资组合市值仍能对债务偿还提供良好保障，现金流利息覆盖倍数保持在较高水平；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 2025 年 3 月末，母公司共获得银行授信额度 1,131.87 亿元，其中尚未使用额度为 1,025.60 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)

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
期间费用合计	2.03	2.76	3.65	0.86
投资收益	4.65	4.38	20.57	0.67
利润总额	2.84	2.42	17.42	0.07
经调整的净资产收益率(%)	1.44	0.99	5.66	0.09*
货币资金	25.84	30.21	57.48	42.90
交易性金融资产	14.57	34.56	-	-
长期股权投资	268.59	365.92	427.59	428.29
投资组合账面价值	309.00	430.70	485.07	471.19
投资组合市值	309.00	430.70	494.87	481.99
其他应收款	5.39	20.82	36.74	47.18
应收款项占比(%)	1.66	4.35	6.90	8.91
<strong>总资产</strong>	<strong>325.02</strong>	<strong>478.11</strong>	<strong>532.82</strong>	<strong>529.44</strong>
资本公积	95.39	188.44	206.40	206.40
<strong>所有者权益合计</strong>	<strong>197.87</strong>	<strong>291.03</strong>	<strong>325.30</strong>	<strong>325.37</strong>
其他应付款	17.83	58.44	60.88	56.78
短期债务	44.52	78.36	77.41	77.91
总债务	109.10	128.01	146.46	146.95
资产负债率(%)	39.12	39.13	38.95	38.54
总资本化比率(%)	35.54	30.55	31.04	31.11
经营活动产生的现金流量净额	1.10	40.96	2.22	-4.10
投资活动产生的现金流量净额	-21.97	-73.28	-5.22	-10.23
其中：收回投资收到的现金	96.10	61.20	87.85	-
取得投资收益收到的现金	3.12	3.40	21.97	-
投资支付的现金	121.67	123.40	93.68	0.70
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.67	0.78	1.07	-
筹资活动产生的现金流量净额	15.55	36.68	30.27	-0.25
货币等价物/短期债务(X)	0.91	0.83	0.74	0.55
现金流利息覆盖倍数(X)	1.63	11.42	7.05	--
总债务/投资组合市值(%)	35.31	29.72	29.59	30.49

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

2024 年，由于其他权益工具持有期间股利收入同比增加以及本期无大额减值损失计提事项，公司合并口径利润总额同比大幅增加，盈利水平有所上升。2024 年以来合并口径总资产保持增长态势，具体来看，应收账款规模同比持平，其中杭氧股份及杭汽轮大型设备销售形成的应收账款仍保持较大规模，存货同比有所增加，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，2024 年末在建工程同比继续增加；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>10</sup>等联营企业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，2024 年末其他权益工具投资同比下降，

<sup>10</sup> 截至 2025 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, 2024 年对其权益法下确认投资收益 4.61 亿元, 年末账面余额 38.99 亿元。

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>11</sup>；其他非流动金融资产随公司各类股权投资基金的出资而保持增长；其他应收款<sup>12</sup>同比上升，主要系当期国开基金股权回购款增加影响所致。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，跟踪期内合并口径债务增速放缓。2024 年以来，受益于较好的利润积累及获得财政资金，公司合并口径权益规模保持增长，财务杠杆小幅下降。

现金流方面，2024 年公司各业务主体销售回款水平良好，公司经营获现能力保持在较好水平；投资活动仍保持一定资金需求，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。2024 年，公司主要偿债指标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 2025 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度 1,495.94 亿元，其中尚未使用额度为 1,173.40 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。

**表 5：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）**

	2022	2023	2024	2025.3/2025.1-3
利润总额	31.11	21.24	32.96	6.35
应收账款	77.34	53.02	53.64	51.12
存货	99.58	64.22	71.68	76.65
其他应收款	21.37	112.55	138.84	127.85
长期股权投资	151.97	198.20	255.98	269.33
其他权益工具投资	41.85	78.10	46.45	45.99
其他非流动金融资产	29.59	82.67	93.03	104.87
在建工程	13.96	33.60	45.72	45.20
总资产	798.89	1,021.88	1,075.70	1,083.74
总债务	247.14	363.87	368.32	369.92
所有者权益合计	390.23	465.05	522.88	532.65
总资本化比率(%)	38.77	43.90	41.33	40.99
经营活动产生的现金流量净额	20.10	30.99	24.08	-1.78
投资活动产生的现金流量净额	-52.34	-47.87	-12.60	-17.04
筹资活动产生的现金流量净额	34.70	19.59	4.99	-0.14
货币等价物/短期债务(X)	1.11	0.95	0.90	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	2.75	2.36	1.58	--
总债务/EBITDA(X)	5.49	8.61	6.57	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 或有事项

截至 2024 年末，公司合并口径受限资产合计为 30.53 亿元，占当期末总资产的 2.84%，主要包括受限货币资金 6.22 亿元及应收票据、存货、固定资产、在建工程等。同期末，母公司无受限资产。

截至 2024 年末，公司合并口径对外担保余额为 15.64 亿元，主要包括为关联方杭州香江科技有

<sup>11</sup> 国发展基金有限公司（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。

<sup>12</sup> 杭州投资发展有限公司（以下简称“杭投发”）棚改专项贷款 2023 年以来纳入公司合并报表。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。

限公司提供担保余额 6.40 亿元<sup>13</sup>；母公司对国裕国贸担保余额仍有 2.37 亿元，对西湖电子集团发行的公司债担保余额为 17.00 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，2022~2025 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>14</sup>

### 假设

——2025 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。

——2025 年，母公司投资组合仍以控股的子公司为主。

——2025 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	2023 年实际	2024 年实际	2025 年预测
经调整的净资产收益率(%)	0.99	5.66	1.00~2.00
总债务/投资组合市值(%)	29.72	29.59	30.59~32.59

资料来源：中诚信国际

### 调整项

**ESG<sup>15</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，2024 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的安全生产事故；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较好，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，持续在优质资产划入、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

<sup>13</sup> 此外，2024 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 26.22 亿元。

<sup>14</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>15</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。

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，2024 年全市一般公共预算收入为 2,640 亿元，同比名义增长 0.9%。

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，并可持续获得优质资产划入，2024 年海联讯 29.80% 股权无偿划转至公司。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，2024 年共收到财政资金 16.76 亿元，未来有望继续获得杭州市财政资金支持。

## 评级结论

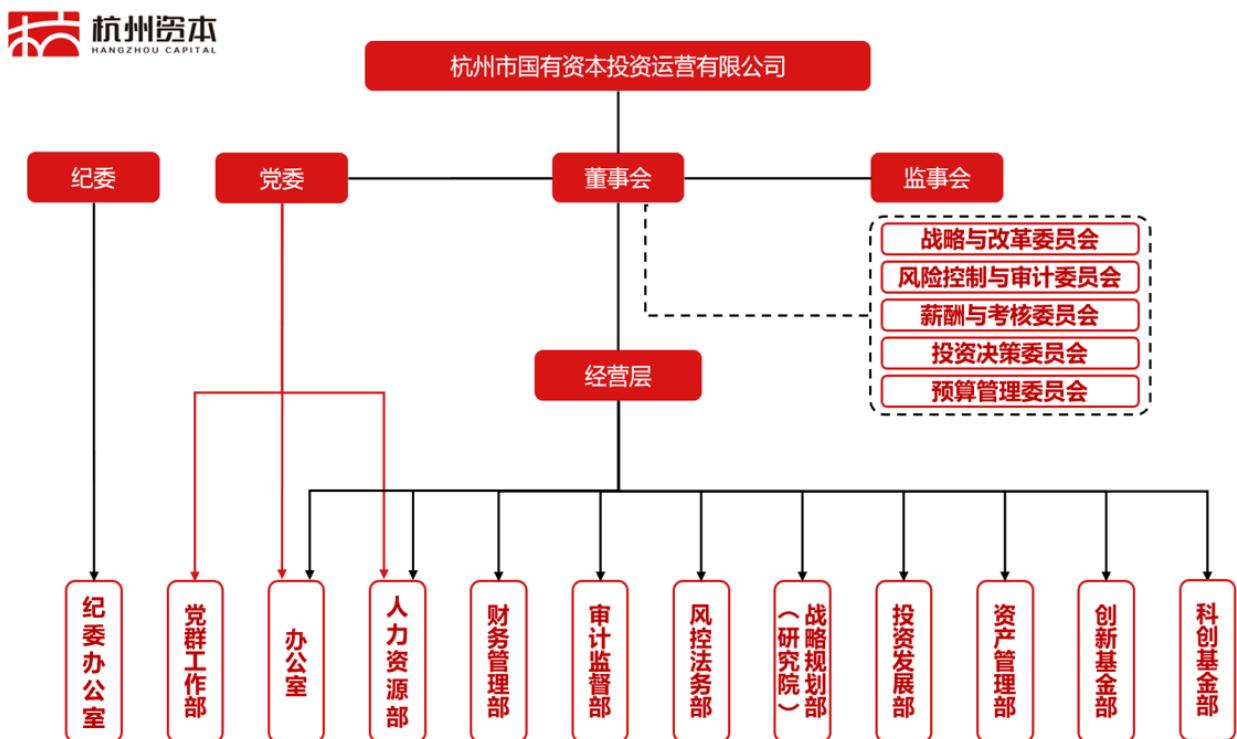
综上所述，中诚信国际维持杭州市国有资本投资运营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 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 2025 年 3 月末）



截至 2025 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	杭资运营	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
杭州产投集团有限公司	产投集团	100.00%	500,000



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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	1,208,843.54	1,264,742.20	1,299,477.48	1,106,709.28
应收账款	773,418.85	530,196.83	536,449.21	511,211.92
其他应收款	213,747.81	1,125,506.85	1,388,366.66	1,278,534.26
存货	995,791.49	642,239.85	716,849.70	766,450.13
长期投资	2,234,093.11	3,592,905.06	3,966,276.50	4,224,689.51
固定资产	911,133.29	933,418.33	1,045,664.26	1,076,266.91
在建工程	139,564.63	336,042.08	457,242.63	451,964.73
无形资产	98,344.66	100,724.98	98,017.80	98,762.10
资产总计	7,988,927.00	10,218,758.68	10,756,994.74	10,837,356.16
其他应付款	129,349.69	562,761.24	520,960.57	476,597.29
短期债务	1,306,609.17	1,728,173.98	1,570,018.81	1,543,358.82
长期债务	1,164,747.64	1,910,562.55	2,113,158.10	2,155,868.57
总债务	2,471,356.80	3,638,736.53	3,683,176.91	3,699,227.39
净债务	1,439,411.12	2,565,536.15	2,445,934.24	2,592,518.11
负债合计	4,086,668.54	5,568,240.81	5,528,178.76	5,510,830.59
所有者权益合计	3,902,258.46	4,650,517.87	5,228,815.99	5,326,525.57
利息支出	73,068.58	131,209.74	151,984.80	--
营业总收入	3,571,000.48	3,528,936.95	3,093,772.15	481,809.23
经营性业务利润	248,207.34	181,827.57	83,271.67	32,160.06
投资收益	122,090.95	149,439.93	260,864.43	32,749.29
净利润	267,301.68	163,825.43	287,521.10	52,499.45
EBIT	341,287.54	301,949.81	433,863.75	--
EBITDA	449,921.43	422,842.68	560,861.10	--
经营活动产生的现金流量净额	201,016.93	309,921.38	240,760.92	-17,794.61
投资活动产生的现金流量净额	-523,408.80	-478,670.45	-126,030.97	-170,434.42
筹资活动产生的现金流量净额	347,032.78	195,883.67	49,859.06	-1,435.50
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
营业毛利率(%)	17.36	15.30	13.72	23.18
期间费用率(%)	10.31	10.27	11.05	16.56
EBIT 利润率(%)	9.56	8.56	14.02	--
总资产收益率(%)	4.47	3.32	4.14	--
流动比率(X)	1.56	1.44	1.48	1.44
速动比率(X)	1.19	1.25	1.26	1.19
存货周转率(X)	2.89	3.65	3.93	2.00*
应收账款周转率(X)	5.06	5.41	5.80	3.68*
资产负债率(%)	51.15	54.49	51.39	50.85
总资本化比率(%)	38.77	43.90	41.33	40.99
短期债务/总债务(%)	52.87	47.49	42.63	41.72
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.06	0.05	0.03	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.11	0.11	0.06	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	2.75	2.36	1.58	--
总债务/EBITDA(X)	5.49	8.61	6.57	--
EBITDA/短期债务(X)	0.34	0.24	0.36	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	6.16	3.22	3.69	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	4.67	2.30	2.85	--
FFO/总债务(X)	0.15	0.06	0.03	--

注：1、2025 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）	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
货币资金	258,398.26	302,134.60	574,817.49	428,993.42
应收账款	-	-	-	-
其他应收款	53,889.29	208,185.35	367,384.56	471,770.13
交易性金融资产	145,737.86	345,616.95	-	-
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	2,685,891.81	3,659,221.95	4,275,892.87	4,282,917.87
其他权益工具投资	-	-	-	-
其他非流动金融资产	-	-	-	-
固定资产	219.26	235.21	434.55	408.51
投资性房地产	-	-	-	-
资产总计	3,250,155.28	4,781,050.38	5,328,219.16	5,294,365.92
投资组合账面价值	3,090,027.93	4,306,973.51	4,850,710.36	4,711,911.29
投资组合市值	3,090,027.93	4,306,973.51	4,948,711.39	4,819,895.32
其他应付款	178,349.86	584,435.04	608,845.70	567,848.50
短期债务	445,236.15	783,594.47	774,148.53	779,093.94
长期债务	645,753.59	496,528.37	690,410.98	690,446.19
总债务	1,090,989.74	1,280,122.84	1,464,559.52	1,469,540.12
净债务	832,591.48	977,988.24	889,742.03	1,040,546.70
负债合计	1,271,467.41	1,870,766.47	2,075,228.67	2,040,677.98
所有者权益合计	1,978,687.87	2,910,283.90	3,252,990.49	3,253,687.94
利息支出	25,872.95	38,859.82	34,302.31	--
营业总收入	2,672.45	3,088.43	5,502.06	2,878.96
经营性业务利润	-17,637.29	-24,835.33	-31,118.46	-5,734.61
投资收益	46,452.92	43,782.66	205,724.90	6,698.05
净利润	28,388.65	24,184.12	174,279.07	697.45
EBIT	54,676.83	63,424.10	208,908.74	--
经营活动产生的现金流量净额	10,996.01	409,627.55	22,239.85	-41,007.93
投资活动产生的现金流量净额	-219,732.39	-732,794.78	-52,173.93	-102,314.32
筹资活动产生的现金流量净额	155,530.64	366,814.40	302,742.89	-2,501.82
财务指标	2022	2023	2024	2025.3/2025.1~3
总资产收益率(%)	1.74	1.58	4.13	--
经调整的净资产收益率(%)	1.44	0.99	5.66	0.09*
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.67	0.78	1.07	-
应收款项占比(%)	1.66	4.35	6.90	8.91
资产负债率(%)	39.12	39.13	38.95	38.54
总资本化比率(%)	35.54	30.55	31.04	31.11
短期债务/总债务(%)	40.81	61.21	52.86	53.02
总债务/投资组合市值(%)	35.31	29.72	29.59	30.49
现金流利息覆盖倍数(X)	1.63	11.42	7.05	--
货币等价物/短期债务(X)	0.91	0.83	0.74	0.55
总债务/EBITDA(X)	19.92	20.18	7.01	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.08	0.27	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	2.12	1.63	6.09	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	2.11	1.63	6.09	--

注：1、2025 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
	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
经营效率	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
现金流	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
偿债能力	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)
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)