跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1956 号

杭州市国有资本投资运营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

杭州市国有资本投资运营有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

杭州市国有资本投资运营有限公司公开发行的公司债券“20 杭资 01”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年 六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www.unitedratings.com.cn

杭州市国有资本投资运营有限公司
公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+　评级展望：稳定

上次评级结果：AA+　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 杭资 01	20.00 亿元	5 年（3+2）	AA+	AA+	2020 年 4 月 20 日

评级时间：2020 年 6 月 24 日

主要财务数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	145.75	171.57	199.15	223.86
所有者权益（亿元）	82.39	100.24	123.93	128.71
长期债务（亿元）	13.83	17.01	10.79	18.94
全部债务（亿元）	24.67	20.01	30.58	44.97
营业收入（亿元）	64.79	82.35	122.41	32.30
净利润（亿元）	7.03	11.11	16.41	4.13
EBITDA（亿元）	--	--	25.57	--
经营性净现金流（亿元）	6.31	15.42	13.96	-8.35
营业利润率（%）	20.02	21.74	17.14	11.29
净资产收益率（%）	9.33	12.16	14.64	6.42
资产负债率（%）	43.47	41.57	37.77	42.50
全部债务资本化比率(%)	23.04	16.64	19.79	25.89
流动比率（倍）	1.73	1.72	1.55	1.61
EBITDA 全部债务比(倍)	--	--	0.84	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	24.21	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	--	--	1.28	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 由于 2017—2018 年财务数据采用备考财务报表，无法提供现金流量表补充资料，部分财务指标无法计算；4. 2020 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

跟踪期内，杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”或“杭州资本”）作为杭州市重要的国有资本运营公司，其下属子公司杭州制氧机集团股份有限公司（以下简称“杭氧股份”）在行业地位、技术水平、在手订单等方面仍具有较强的综合竞争优势。2019 年，公司商贸及其他综合服务板块规模扩大，带动营业收入大幅增长；公司通过持有部分上市公司的股份产生了稳定的投资收益。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到空分设备及工业气体行业受宏观经济影响较大，公司成立时间较短且治理结构有待进一步完善，对外担保比率较高，应收账款、预付款项和存货对营运资金形成一定占用等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将聚焦高端装备、生物医药和数字经济三大产业，在推动杭州市产业集聚和转型升级的过程中，有望在资金、项目等多个方面获得当地政府的支持，公司经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“20 杭资 01”的债项信用等级为 AA+。

优势

1. **政府支持力度较大。**公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，外部发展环境仍保持良好，在资产划拨方面仍得到了当地政府较大支持。

2. **子公司杭氧股份竞争优势仍然明显。**公司下属子公司杭氧股份是国内领先的气体分离设备设计、制造成套企业，近年来逐步向工业气体领域延伸并发展壮大，在行业地位、技术水平等方面仍具有较强的竞争优势。

3. **收入规模和净利润大幅增长。**2019 年，

公司商贸及其他综合服务业务经营规模扩大，带动营业收入同比大幅增长 48.65%；公司持有的上市公司股权和金融机构股权提供了稳定投资收益，使得净利润同比大幅增长 47.78%。

关注

1．**下游行业波动较大，易受到宏观经济影响。**空分设备与工业气体的下游行业主要为钢铁、化工等，其需求与国民经济增长、国家宏观经济周期和宏观政策紧密相关。外部环境的不确定性可能会对公司的经营和盈利造成一定影响。

2．**应收账款、预付账款和存货对营运资金形成一定占用。**截至 2019 年末，公司应收账款账期长，1 年以上的应收账款占比为 46.96%，占流动资产比例为 18.10%；预付账款和存货占流动资产比例分别为 13.47%和 22.16%，对营运资金形成一定占用。

分析师

高佳悦　登记编号（R0040219050005）
李　彤　登记编号（R0040218110005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“公司”或“杭州资本”）由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”）发起设立，于2018年11月28日在杭州市市场监督管理局登记注册，是杭州市第一家市级国有资本运营公司。

截至2020年3月末，公司注册资本为100.00亿元，实收资本为59.20亿元，杭州市国资委持有公司100.00%股份，为公司唯一股东和实际控制人。

截至2020年3月末，杭州市国资委所持公司的股权无股权质押。

跟踪期内，公司组织结构、经营范围未发生变更。截至2019年末，公司纳入合并范围内子公司共62家，二级子公司5家，拥有在职职工4,850人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 199.15 亿元，负债合计 75.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）123.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 87.41 亿元。2019 年，公司实现营业收入 122.41 亿元，净利润（含少数股东损益）16.41 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 12.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.62 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 223.86 亿元，负债合计 95.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）128.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 90.77 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 32.30 亿元，净利润（含少数股东损益）4.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.30 亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市下城区柳营巷 19 号 201 室；法定代表人：金旭虎。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可〔2020〕470 号文核准，公司获准在中国境内公开发行不超过 30.00 亿元（含 30.00 亿元）的公司债券；其中，第一期债券发行规模为不超过人民币 20.00 亿元（含 20.00 亿元）。

公司于 2020 年 5 月 11 日发行“杭州市国有资本投资运营有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”，并于 2020 年 5 月 18 日起在上海证券交易所上市交易，债券简称“20 杭资 01”，债券代码“163484.SH”。“20 杭资 01”发行金额为 20.00 亿元，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，票面利率为固定利率。“20 杭资 01”采取单利按年付息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。

截至 2020 年 5 月 22 日，“20 杭资 01”募集资金共计 20.00 亿，扣除承销费用后，公司已使用募集资金 5.00 亿元归还北京银行贷款，未使用的募集资金共计 149,996.00 万元，募集资金用途未发生变化。

三、行业分析

公司营业收入主要来自空气分离设备和工业气体的销售，属于空气分离设备和工业气体制造行业。

1．行业概况

2019 年，随着供给侧改革的持续推进，钢铁产量增长，但价格有所下降，产能利用率达到合理

区间；原油加工量持续增长，开工率小幅下降。下游行业景气度的提升利好空分设备和工业气体销售行业的发展。

空气分离设备，简称空分设备，是以空气为原料，通过压缩循环深度冷冻的方法把空气变成液态，再经过精馏而从液态空气中逐步分离生产出氧气、氮气及氩气等惰性气体的设备。

按照供气规模和方式，工业气体可分为零售供应和现场供应两大类。工业气体的运输途径主要有三种：现场或管道供气、液体供气、气瓶供气。对于大规模用气的客户，一般会在客户现场建造制气装置直接供应，也可通过完善的管网，向一定区域内的客户供气。

从下游需求来看，冶金和化工行业约占 50.00%，医疗、电子、食品、玻璃等其他行业占 50.00%左右，近几年新兴行业需求占比有逐步上升趋势。

在钢铁行业方面，2016 年钢铁供给侧改革实施后，行业逐渐回暖，钢铁产量逐年增长。2019 年，根据钢联数据统计，我国粗钢产量为 9.96 亿吨，同比增长 8.30%，钢材价格整体呈波动下降的趋势。2019 年，我国黑色金属冶炼和压延加工业的产能利用率达到 80.00%，处于合理水平。

图 1　近年来钢材综合价格指数



数据来源：Wind

石油化工行业方面，2019 年，国内原油加工量为 65,198.10 万吨，同比增长 8.02%，增速上升 1.73 个百分点；2019 年炼油厂平均开工率为 77.82%，开工率小幅下降。

钢铁行业方面，2019 年 10 月 30 日，国家发展改革委修订发布了《产业结构调整指导目录（2019 年本）》，有利于引导钢铁企业向环保、高质量的方向发展，有利于行业的健康运行。

煤化工行业方面，我国能源结构现状决定了发展煤化工的必要性，当前出台的部分产业政策目的主要在于遏制煤化工行业低水平重复建设和盲目扩张，推动产业结构优化和转型升级，促进节能减排和技术进步，提高经济运行质量和效益，规范行业健康发展，维护市场竞争秩序。以焦化行业为例，2018 年秋冬季，随着《京津冀及周边地区 2018－2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的公布，环保限产不再实施“一刀切”但对焦化企业排放标准并未放松，推动煤化工行业继续加快技术改造和设备升级。

2．行业关注

（1）宏观经济周期性波动的风险

空分设备和工业气体下游行业主要为钢铁、化工等，其需求与经济周期的景气度具有较大相关性。目前国内外经济走势仍偏弱，外部环境的不确定性可能会对相关公司的经营和盈利造成一定影

响。

（2）行业竞争激烈

随着行业整体技术水平的提高，在大型现场制气项目上，我国大型空分设备和工业气体制造企业仍面临来自国内外竞争者挑战的压力；中小型企业行业竞争激烈，在市场竞争中仍处于劣势。

（3）新冠肺炎疫情影响

受新冠肺炎疫情全球蔓延影响，在国内逐步复产复工的同时，海外疫情的蔓延，对空分设备的上下游企业生产经营和项目推进形成挑战。

3．行业发展

空分设备和气体产业均面临广阔的市场空间，龙头企业的竞争优势将更加明显。

空分设备作为重大基础装备在国民经济中发挥着日益重要的作用。无论是冶金、化工、化肥等传统行业的技术升级、工艺改进，还是新型煤化工、炼化一体化等产业的快速发展，空分设备都是不可或缺的重要一环。随着国家经济转向高质量发展阶段，航空航天、电子、医疗、新能源、新材料等高科技和新兴产业的蓬勃发展将使得工业气体的应用市场得到进一步拓展。

国内工业气体产业目前处于成长期，未来传统产业的转型升级和新兴产业的快速发展将为工业气体产业的发展带来广阔的市场空间。目前国内工业气体市场各企业均处于加快布局的阶段，希望通过并购、投资新建等手段实现快速扩张，确立市场地位，行业内企业的整合也将不断出现。

四、管理分析

公司成立时间较短，公司治理结构和管理制度仍有待完善。

公司于 2018 年 11 月成立，成立时间较短，2019 年，董事会、监事会和经营管理层处于组建阶段，治理结构有待完善。截至 2019 年末，公司董事、监事、高级管理人员合计 5 人，公司实际到位董事人数为 3 名，空缺 2 名；由杭州市国资委作为出资人委派监事 1 名，空缺 4 名；公司设有总经理 1 名。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司主营业务仍较为突出，由于新增房地产业务以及低毛利的商贸收入快速增长，公司营业收入大幅增长，综合毛利率有所下降。

公司于2018年11月成立，公司提供的备考合并财务报表假设杭州市国资委对杭州制氧机集团股份有限公司（以下简称“杭氧股份”）和杭州华东医药集团有限公司（以下简称“华东医药集团”）股权划转事项[1]已于备考合并财务报表最早期初（2016年1月1日）实施完成，即上述股权划转事项完成后的架构在2016年1月1日已经存在。2019年，公司已将上述两家公司划转至合并范围内，基于业务范围的可比性考虑，2017年和2018年的业务数据仍选用备考财务报表数据。

2019 年，公司实现营业收入 122.41 亿元，同比增长 48.65%，主要系子公司杭州国裕国际贸易

[1] 根据杭州市国资委《关于划转杭氧股份等部分市属企业国有股权的通知》（杭国资改〔2018〕218 号），为贯彻落实全面深化国有企业改革精神，杭州市国资委决定将其持有的华东医药集团 100%国有股权和杭氧股份 90%国有股权划转至公司持有。本次国有股权划转事项完成后，公司持有华东医药集团 100%的股权，持有杭氧股份 90%的股权。上述两家公司已于 2019 年 1 月 9 日完成本次国有股权划转的工商变更登记。本次股权划转基准日为 2017 年 12 月 31 日。基准日华东医药集团 100%国有股权的净资产账面价值为 1,809,055,585.26 元，杭氧股份 90%国有股权的净资产账面价值为 3,551,259,081.47 元。

有限公司（以下简称“国裕贸易”）纳入合并范围，商贸及其他综合服务业务收入增长所致；公司实现净利润 16.41 亿元，同比增长 47.78%，主要系公司间接持有华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”）16.46%的股份及杭州联合农村商业银行股份有限公司（以下简称“杭州联合农商行”）8.99%的股份，产生的投资收益增加所致。2019 年，公司主营业务收入占比为 98.34%，主营业务十分突出。

作为控股平台，公司自身业务很少，具体业务主要通过子公司运营，其中，制氧机业务收入来自杭氧股份，主要包括空分设备和工业气体两大板块；商贸及其他综合服务业务收入主要来自国裕贸易；公司房地产业务主要由子公司杭州杭氧和院房产开发有限公司（以下简称“和院房产”）运营。2019 年，公司制氧机业务收入为 79.90 亿元，较上年增长 3.98%；商贸及其他综合服务业务实现收入 29.48 亿元，同比增加 26.45 亿元，主要系国裕贸易收入增加所致。2019 年，公司新增房地产业务收入 10.99 亿元，公司房地产项目基本售罄，公司未来不会继续发展地产业务。

从毛利率看，2019 年，公司制氧机业务毛利率为 21.64%，同比下降 1.86 个百分点，主要系设备成本上升所致；公司商贸及其他综合服务业务毛利率为 0.89%，同比下降 2.53 个百分点，主要系 2018 年商贸及其他综合服务业务收入规模较小，且公司主营大宗商品贸易，2019 年公司通过期货交易对冲现货风险，导致毛利率下降；房地产业务毛利率为 38.29%；受以上因素综合影响，公司主营业务毛利率为 18.08%，同比下降 4.66 个百分点。

表 1　2017－2019 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
制氧机业务	60.73	99.98	22.30	76.84	96.20	23.50	79.90	66.38	21.64
商贸及其他综合服务业务	0.01	0.02	10.28	3.03	3.80	3.42	29.48	24.49	0.89
房地产业务	--	--	--	--	--	--	10.99	9.13	38.30
合计	**60.75**	**100.00**	**22.30**	**79.87**	**100.00**	**22.74**	**120.37**	**100.00**	**18.08**

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 32.30 亿元，占 2019 年全年收入的 26.39%；实现净利润 4.13 亿元，占 2019 年全年收入的 25.16%。

2．空气分离设备

2019 年，杭氧股份空分设备销量和新增订单数量有所增长，为未来收入实现提供了支撑；杭氧股份采购集中度较低，客户集中度一般。

杭氧股份是全球领先、国内最大的气体分离设备设计、制造成套企业，拥有国家级企业技术中心，是我国重大技术装备国产化基地。

2019 年，杭氧股份空分设备实现收入 30.32 亿元，同比增长 6.77%，毛利率为 22.38%，同比下降 2.48 个百分点，主要系设备成本提高所致；工业气体销售实现收入 46.64 亿元，同比增长 4.48%，毛利率为 21.30%，同比下降 2.20 个百分点。

（1）原材料采购

杭氧股份生产成本主要包括外购配套件、原材料、人工费用、水电费，其中外购配套件和原材料占营业成本的比重分别约为 60%和 20%。外购配套件一般为非标产品，主要包括大型离心式空气压缩机、空气冷却塔、分子筛吸附器、液体泵、自动控制阀门、填料和自动控制系统等，其中大型离心式空气压缩机及液体泵等配套件主要从国外采购，供应商均为长期合作伙伴，供应较稳定，预付

款比例为 20%，发货后支付 80%。杭氧股份其他外购配套件多在国内采购，预付款比例为 30%，发货前支付 30%，发货后支付 30%，质保金比例为 10%。杭氧股份采购账期按照交货期及质保期长度计算，一般为 12~24 个月。

从采购集中度来看，2019 年，杭氧股份空分设备前五大供应商采购总额为 11.23 亿元，前五大供应商采购金额占杭氧股份总采购额的比例为 18.28%，采购集中度较低。

（2）生产情况

杭氧股份空分设备产品为非标准化产品，仍采用“以销定产”的生产模式，即需根据客户的需求进行产品设计，采用订单式生产、项目化管理模式。在销售部签订好合同之后，建立项目化管理团队。项目化管理采用弱矩阵模式进行，具体管理职能由各部门进行。

杭氧股份主要空分设备产品有外压缩和内压缩流程的各种规格的空分设备、液体设备、液化设备、纯氮设备和乙烯冷箱，是国内规模领先的空分设备和石化设备开发、设计、制造成套企业。2019 年，杭氧股份已具备年产 180 万 m3/h 等级空分设备的能力。

（3）销售情况

杭氧股份成套空分设备的销售模式为直销，销售中心负责空分设备销售、项目执行和售后服务工作，产品广泛应用于冶金、石油化工、煤化工等领域。2019 年，随着下游行业回暖，杭氧股份销售空分设备 30 套，较上年增加 5 套；制氧量为 143.80 万 m^3/h，较上年增长 4.05%。

表 2　2017－2019 年空分设备分行业销售情况（单位：套、m³/h）

客户行业	2017 年		2018 年		2019 年	
	套数	制氧量	套数	制氧量	套数	制氧量
冶金	4	75,000	8	273,000	--	--
化工	7	349,000	4	332,000	15	1,059,000
煤化工	--	--	6	534,000	--	--
气体商	4	51,000	4	118,000	6	136,000
出口	--	--	--	--	--	--
钢铁	7	230,000	3	125,000	9	243,000
合计	**22**	**705,000**	**25**	**1,382,000**	**30**	**1,438,000**

资料来源：公司提供

从订单情况来看，2019 年，杭氧股份获得二期 4 套 105,000.00m^3/h 空分设备合同，成功中标中国石油天然气股份有限公司广东石化分公司 3 套 70,000.00m^3/h、河南心连心 80,000.00m^3/h 等特大型空分设备合同，不断取得乙烯冷箱、丙烷脱氢和天然气冷箱的新订单，承接石化设备合同额达 4.15 亿元。2019 年，杭氧股份空分设备新增订单量为 30 套，新增订单金额为 43.05 亿元，新增订单制氧量为 143.80 万 m^3/h。

表 3　2017－2019 年空分设备新增订单情况（单位：套、亿元、万 m³/h）

时间	新增订单数量	新增订单金额	新增订单制氧量
2017 年	31	38.17	174.20
2018 年	27	45.47	133.60
2019 年	30	43.05	143.80

资料来源：公司提供

从结算方式上看，杭氧股份与客户主要采取现汇、承兑汇票的方式进行结算，根据合同签订的

具体要求制定节点计划明细表，参照空分设备的执行进度进行资金回收，主要分预付款、进度款、出氧款、性能考核验收款、质保金等，其中预付款为合同总价的 30%，进度款、出氧款和性能考核验收款合计占合同总价的 60%~65%，质保金占合同总价的 5%~10%。

从销售集中度来看，2019 年，杭氧股份空分设备前五大客户销售总额为 19.45 亿元，前五大客户销售金额占杭氧股份总销售额的比例为 23.76%，销售集中度一般。

3．工业气体

2019 年，杭氧股份工业气体总产能和供气量有所增加，气体销售收入小幅增长；受零售气体价格下降的影响，工业气体销售毛利率有所下降。

气体业务是公司设备与工程业务向产业链下游的延伸，是公司实现由生产型制造向服务型制造转型升级的战略发展方向。2019 年，杭氧股份工业气体销售收入为 46.64 亿元，同比增长 4.48%；杭氧股份工业气体销售毛利率为 21.30%，同比下降 2.20 个百分点，主要系零售气体销售价格下降所致。

2019年，杭氧股份工业气体业务的经营模式未发生变化。主要原材料是水、电、蒸汽，约占生产成本的75.00%以上，其余成本大部分为管理费、财务费、折旧等。

2019年，杭氧股份工业气体业务的结算方式未发生变化。从结算方式上看，杭氧股份与用气客户之间每月按照使用量进行结算，当月支付上月用气费，结算价格参照市场价格协商确定。此外，杭氧股份与客户就气体使用量签订保底协议，若无法完成协议气体量，客户将按照保底协议中约定最低气体使用量进行支付。现场供气设施前期投资规模较大，回收期较长，对营运资金形成一定占用；气体价格由市场供求关系决定，价格波动对杭氧股份盈利能力影响较大。

截至2019年末，杭氧股份已投产工业气体子公司23个[2]，总投资额为67.13亿元，总供气量128.79万m^3/h。

表 4　近年来工业气体业务运营情况（单位：个、亿元、m^3/h、万 m^3、亿元）

时间	已投产工业气体子公司数量	总投资额	总产能	总供气量	工业气体收入
2017 年	21	51.57	805,280.00	1,041,920.00	39.12
2018 年	24	54.41	806,780.00	1,146,194.00	44.64
2019 年	23	67.13	1,129,780.00	1,287,910.00	46.64

注：总产能指设计总制氧产能，供气量指包含氧气、氩气、氮气等气体在内的总供气量
资料来源：公司提供

截至 2019 年末，杭氧股份已投产工业气体子公司的下游客户主要为钢铁企业和化工企业。

4．商贸及其他综合服务

2019 年，由于公司合并范围扩大，公司商贸及其他综合服务收入大幅增长，毛利率很低；采购和销售集中度均一般。

公司的商贸及其他综合服务业务主要涉及大宗商品贸易，包括钢材类（热卷、螺纹、线材、带钢等）、有色金属（铁矿、铜）及焦炭等业务。公司商贸及其他综合服务业务主要通过子公司国裕国际运营。

2019 年，公司新设国裕国际，公司商贸及其他综合服务业务规模扩大，实现收入 29.48 亿元，

[2] 包含衢州杭氧气体有限公司下属的衢州杭氧物流有限公司，主要从事物流业务；不包含已经停产的蚌埠杭氧气体有限公司和吉林市杭氧博大气体有限公司。

同比增长 26.45 亿元。从毛利率来看，公司商贸及其他综合服务业务毛利率为 0.89%，同比下降 2.53 个百分点，主要系 2018 年商贸及其他综合服务业务收入规模较小，且公司主营大宗商品贸易，2019 年公司通过期货交易对冲现货风险所致。

从采购模式来看，公司采购来源为国内及国外采购，采购结算方式一般为信用证和电汇结算，结算周期主要为 1~2 个月。从采购集中度来看，2019 年，公司前五大供应商采购总额占公司商贸及其他综合服务采购总额的比例为 24.00%，采购集中度一般。

从销售模式来看，公司主要为对内销售，销售结算方式一般为电汇结算，结算周期主要为 1~3 个月。从销售集中度来看，2019 年，公司商贸及其他综合服务前五大客户销售总额为 9.32 亿元，前五大客户销售金额占商贸及其他综合服务总销售额的比例为 31.80%，销售集中度较高。

5．在建项目

未来随着在建项目的完成，公司工业气体业务规模将进一步增长，对公司营业收入和利润的贡献将进一步提升。公司在建项目尚需投资规模一般，资金支出压力不大。

截至2020年3月末，公司主要在建项目主要为供气项目，计划总投资为19.57亿元，已投资9.76亿元，尚需投资9.81亿元，资金支出压力不大。

表 5　截至 2020 年 3 月末杭氧股份在建项目情况（单位：亿元）

运营主体	项目简介	总投资	截至 2020 年 3 月已投资额	2019 年投资额	2020 年计划投资	资金来源
青岛杭氧电子气体有限公司	电子气项目	2.15	0.00	0.00	1.21	自筹、银行贷款
广西杭氧气体有限公司	2x40,000.00Nm3/h 制氧工程	4.62	3.76	3.76	0.86	自筹、银行贷款
江西杭氧气体有限公司	江西杭氧新建 2 套 80,00.000Nm³/h 空分项目，为九江心连心化肥有限公司供气	6.80	3.74	3.05	0.85	自筹、银行贷款
内蒙古杭氧宏裕气体有限公司	内蒙古杭氧在建 36,000.00Nm³/h 空分项目，为内蒙古宏裕科技股份有限公司供气，项目暂缓	2.35	1.07	0.00	0.00	自筹、银行贷款
山东杭氧气体有限公司	山东杭氧 62,500.00Nm³/h 空分项目更换增压机系统，为兖矿鲁南化工有限公司供气	0.17	0.16	0.00	0.17	自筹
承德杭氧气体有限公司	承德杭氧新建 25,600.00Nm³/h 空压机项目，为承德建龙特殊钢有限公司供气	0.21	0.20	0.01	0.20	自筹
衢州杭氧气体有限公司	杭氧特气稀有气体项目，为产稀有气体对外销售	0.47	0.01	0.00	0.47	自筹
吉林经开杭氧气体有限公司	杭氧经开新建康乃尔管线工程，供康乃尔氮气使用	0.05	0.05	0.02	0.03	自筹
吉林杭氧气体有限公司	吉林杭氧新建钢结构冷却塔	0.05	0.03	0.02	0.03	自筹
济南杭氧气体有限公司	济南杭氧新建 40,000.00Nm³/h 空分项目，为山东钢铁股份有限公司莱芜分公司供气	2.70	0.74	0.57	1.75	自筹、银行贷款
合计	--	**19.57**	**9.76**	**7.43**	**5.57**	--

资料来源：公司提供

6．重大事项

根据杭州市国资委于 2020 年 3 月 26 日出具的《关于无偿划转杭州热联集团股份有限公司国有股份的通知》（杭国资改〔2020〕28 号）要求，杭州汽轮动力集团有限公司（简称“杭汽轮集团”）拟将其持有的杭州热联集团股份有限公司（简称“热联集团”）25.50%的股份无偿划转给公司。热联集团是从事国际、国内钢铁贸易行业的大型集团公司，成立于 2001 年，注册资本 100,000.00 万元。截至 2019 年末，热联集团经审计的资产总额为 163.90 亿元，负债总额 139.09 亿元，所有者权益合计 24.81 亿元，资产负债率 84.86%。2019 年，热联集团实现营业收入 785.81 亿元，净利润 3.83 亿元。本次股权划转后，热联集团将作为公司的参股公司以权益法进行核算。

截至 2020 年 6 月 5 日，上述股权划转涉及的工商变更、账务调整等相关事项已办理完成。本次股权划转后，将进一步扩展公司国有资本投资运营业务，增大公司资产规模。

7．经营关注

（1）宏观经济周期性波动的风险

公司营业收入主要来自空气分离设备和工业气体销售，下游行业主要为钢铁、化工等，其需求与国民经济增长、国家宏观经济周期和宏观政策紧密相关。从总体来看，目前国内外经济走势仍偏弱，外部环境的不确定性可能会对公司的经营和盈利造成一定影响。

（2）子公司管理风险

随着杭氧股份工业气体业务规模增长，在用气现场设立的子公司数量在不断增加，所分布地域、生产规模、人员规模持续扩大，加大了管理控制的难度，也增加了管理上的风险。

（3）现场供气前期投资规模大，并可能面临因客户违约而带来的投资损失

杭氧股份营业收入主要来源于工业气体业务。受工业气体行业企业经营模式的影响，现场供气项目需要在客户厂区建设空分设备或收购客户原有空分设备进行技术改造，前期投资规模较大，回收期较长，对公司营运资金形成一定占用；同时，相关设施分别针对单一客户提供供气服务，设备迁移难度高，若客户因行业景气度下降或自身经营不善出现违约，公司可能面临较大的投资损失。

8．未来发展

公司战略定位清晰，可操作性较强。

公司作为杭州市属国有资本投资运营公司，功能定位于辅助杭州市国资委履行出资人职责并开展国有资本运作，实施国有资本战略调整，改善国有资本配置效率和运营质量。

未来，公司计划围绕杭州市重大战略部署，积极开展国有资本投融资业务，进一步深化国资国企改革，优化国有资本资源配置和全市产业布局；按照市场规律开展资本运作，以提升资本运营能力为重点，加快资本运营体制机制创新；努力打造市场化、规范化、专业化、国际化、资本化具有国际一流水准的国有资本投资机构；实现国有资本保值增值和价值最大化，服务杭州市经济社会发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017－2018 年度备考合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，备考合并财务报表在所有重大方面按照备考合并财务报表所述的编制基础编制[3]，审计结论为标准无保

[3] 关于公司备考合并财务报表的编制基础详见天健审〔2020〕12 号审计报告

留意见；2019 年度合并财务报表经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见；公司 2020 年一季度的财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

合并范围方面，截至 2019 年末，公司纳入合并范围内的子公司共 62 家；2019 年新增一级子公司 3 家（新设）；截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围内的子公司共 67 家。公司新增子公司为新设，主营业务未发生变化，会计政策连续，公司财务数据可比性尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 199.15 亿元，负债合计 75.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 123.93 亿元，其中归属于母公司所有者权益 87.41 亿元。2019 年，公司实现营业收入 122.41 亿元，净利润（含少数股东损益）16.41 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 12.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额 13.96 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.62 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 223.86 亿元，负债合计 95.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）128.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 90.77 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 32.30 亿元，净利润（含少数股东损益）4.13 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.26 亿元；经营活动产生的现金流量净额-8.35 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.30 亿元。

2．资产质量

截至2019年末，公司资产规模有所增长，资产结构相对均衡。公司应收账款、预付账款和存货占比大，对公司资金形成一定占用，公司现金类资产充裕，且持有上市公司股权，资产受限比例很低，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额为 199.15 亿元，较上年末增长 16.07%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占 47.04%，非流动资产占 52.96%。公司资产结构相对均衡，较上年末变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产为 93.68 亿元，较上年末增长 8.27%，主要系货币资金及预付账款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 33.05%）、应收票据（占 5.56%）、应收账款（占 18.10%）、预付款项（占 13.47%）和存货（占 22.16%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 30.97 亿元，较上年末增长 24.56%，主要系银行存款增加所致。货币资金中有 1.02 亿元受限资金，受限比例为 3.29%，主要为住房资金、住房维修基金、银行承兑汇票保证金、买方信贷保证金、履约保证金和不可提前赎回的结构性存款等。

截至 2019 年末，公司应收票据为 5.21 亿元，较上年末下降 56.26%，主要系部分应收票据重分类至应收款项融资所致。

截至 2019 年末，公司应收账款为 16.96 亿元，较上年末增长 1.72%，较上年末变化不大。应收账款账龄以 1 年以内为主，占比为 53.04%，1~2 年（含）的占 17.07%，2~3 年（含）的占 8.16%，3 年以上的占 21.73%，部分款项账期较长，主要系子公司杭氧股份的应收尾款以及部分项目暂停所致，累计计提坏账 4.54 亿元，计提比例为 21.12%；应收账款前五大欠款方合计欠款金额为 6.44 亿元，占比为 29.95%，集中度一般。

截至 2019 年末，公司预付款项为 12.61 亿元，较上年末增长 67.65%，主要系子公司国裕贸易增加备货所致。

截至 2019 年末，公司存货为 20.76 亿元，较上年末增长 4.91%。存货主要由原材料（占 10.16%）、自制半成品及在产品（占 20.33%）和库存商品（产成品）（占 69.50%）构成，累计计提跌价准备 1.31 亿元，主要系杭氧股份的库存商品计提跌价准备所致。

截至 2019 年末，公司非流动资产为 105.47 亿元，较上年末增长 24.01%，主要系长期股权投资增长所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 43.46%）、在建工程（占 5.03%）和固定资产（占 40.09%）构成。

截至 2019 年末，公司长期股权投资为 45.84 亿元，较上年末增长 31.29%，主要系公司投资浙江富浙集成电路产业发展有限公司和中国（杭州）青春宝集团有限公司等公司所致。

截至 2019 年末，公司固定资产为 42.29 亿元，较上年末增长 11.03%，主要系公司经营规模扩大，机器设备投入增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 23.81%）和机器设备（占 73.79%）构成，累计计提折旧 34.58 亿元；固定资产成新率为 55.05%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司在建工程为 5.31 亿元，较上年末增长 161.87%，主要系公司增加空分项目、工业气体项目的投资所致；在建工程计提减值准备 0.25 亿元，主要系内蒙古气体 36,000.00Nm^3/h 空分项目长期停滞，预计可变现净值低于账面价值所致。

截至 2019 年末，公司受限资产为 1.89 亿元；受限资产占总资产比重为 0.95%，受限比例很低。

表 6　截至 2019 年末末公司所有权或使用权受到限制资产情况（单位：元）

科　目	期末账面价值	受限原因
货币资金	101,915,382.94	承兑汇票、履约及买方信贷保证金等
应收款项融资	2,376,082.76	质押用于开立银行承兑汇票
固定资产	84,508,141.40	抵押担保
合计	**188,799,601.10**	--

资料来源：公司年报

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额为 223.86 亿元，较上年末增长 12.41%。其中，流动资产占 52.01%，非流动资产占 47.99%。公司资产结构较上年末变化不大。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模有所增长，以流动负债为主；债务规模增长较快，但债务负担仍较轻。

截至 2019 年末，公司负债总额为 75.22 亿元，较上年末增长 5.45%，主要系短期借款增长所致。其中，流动负债占 80.24%，非流动负债占 19.76%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至 2019 年末，公司流动负债为 60.35 亿元，较上年末增长 20.10%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占 14.08%）、应付票据（占 6.93%）、应付账款（占 19.59%）、预收款项（占 38.63%）和一年内到期的非流动负债（占 11.78%）构成。

截至 2019 年末，公司新增短期借款 8.50 亿元，主要系保证借款增加所致；短期借款均为保证借款。

截至 2019 年末，公司应付票据为 4.18 亿元，较上年末增长 91.58%，主要系公司应付的信用证增加所致。

截至 2019 年末，公司应付账款为 11.83 亿元，较上年末增长 0.88%。应付账款账龄以 1 年以内为主（占 85.16%）。

截至 2019 年末，公司预收款项为 23.31 亿元，较上年末下降 2.60%，主要是国裕贸易向下游客户收取的预收货款和杭氧股份空分设备板块的预收设备款。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债为 7.11 亿元，较上年末增长 6.29 亿元，主要系公司一年内到期的长期借款增加以及杭氧股份一年内到期的债券增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 14.86 亿元，较上年末下降 29.48%，主要系长期借款及应付债券下降所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 38.20%）、应付债券（占 34.40%）和递延收益（占 23.96%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 5.68 亿元，较上年末下降 19.01%，主要系部分长期借款转入一年内到期的长期借款所致；长期借款主要由信用借款（占 82.26%）和保证借款（占 17.61%）构成。公司长期借款规模较小，集中偿付压力不大。

截至 2019 年末，公司应付债券为 5.11 亿元，较上年末下降 48.88%，主要系“15 杭氧 MTN001”待偿余额转入一年内到期的非流动负债所致。

截至 2019 年末，公司递延收益为 3.56 亿元，较上年末下降 4.60%，主要由搬迁补偿款及政府补助构成。

截至 2019 年末，公司全部债务为 30.58 亿元，较上年末增长 52.80%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 64.72%，长期债务占 35.28%，以短期债务为主。短期债务为 19.79 亿元，较上年末增加 16.79 亿元，主要系公司短期借款及一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。长期债务为 10.79 亿元，较上年末下降 36.57%，主要系长期借款和应付债券下降所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 37.77%、19.79%和 8.01%，较上年末分别下降 3.80 个百分点、上升 3.15 个百分点和下降 6.50 个百分点，公司整体债务负担较轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 95.15 亿元，较上年末增长 26.50%，主要系公司增加长、短期借款所致。其中，流动负债占 75.92%，非流动负债占 24.08%。负债结构较上年末变化不大。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 44.97 亿元，较上年末增长 47.05%，主要系公司增加长、短期借款所致。其中，短期债务为 26.03 亿元（占 57.88%），较上年末增长 31.52%；长期债务为 18.94 亿元（占 42.12%），较上年末增长 75.53%。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 42.50%、25.89%和 12.83%，较上年末分别上升 4.74 个百分点、6.10 个百分点和 4.82 个百分点，公司债务负担仍较轻。

（2）所有者权益

截至2019年末，公司所有者权益明显增长，以实收资本和资本公积为主，权益结构稳定性强。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计 123.93 亿元，较上年末增长 23.63%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 70.53%，少数股东权益占比为 29.47%。归属于母公司所有者权益为 87.41 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 67.73%、20.06%、0.21%、0.55%和 11.40%。所有者权益结构稳定性强。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益合计 128.71 亿元，较上年末增长 3.85%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 70.52%，少数股东权益占比为 29.48%。归属于母公司所有者权益为 90.77 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 65.23%、19.32%、0.24%、0.53%和 14.57%。

4．盈利能力

2019 年，由于商贸及其他综合业务规模扩张，公司营业收入大幅增长；由于投资收益增长，公司盈利规模大幅增长，公司费用控制能力有所增强，整体盈利能力有所提高。

2019 年，公司实现营业收入 122.41 亿元，较上年增长 48.65%，主要系公司商贸及其他综合服务业务收入增长所致。公司实现净利润 16.41 亿元，较上年增长 47.78%，主要系公司投资收益增长所致。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 9.34 亿元，较上年增长 4.39%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 14.47%、50.19%、28.84%和 6.50%，以管理费用为主。2019 年，公司销售费用为 1.35 亿元，较上年增长 9.48%；管理费用为 4.69 亿元，较上年变化不大；研发费用为 2.69 亿元，较上年增长 27.78%，主要系公司加大研发人员及研发材料的投入所致；财务费用为 0.61 亿元，较上年下降 27.83%，主要系利息支出减少所致。2019 年，公司费用收入比为 7.63%，较上年下降 3.23 个百分点。公司费用控制能力有所增强。

2019 年，公司实现投资收益 7.00 亿元，较上年增长 103.99%，主要系对华东医药和杭州联合农商行投资收益增加所致；投资收益占公司当期营业利润比重为 37.09%，对营业利润影响较大。2019 年，其他的收益对利润影响不大。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 17.14%，较上年下降 4.60 个百分点，主要系公司低毛利商贸收入增加所致。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 12.67%、10.72%和 14.64%，较上年分别上升 1.97 个百分点、1.91 个百分点和 2.48 个百分点。公司各盈利指标均有所提高。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 32.30 亿元，占 2019 年全年收入的 26.39%；实现净利润 4.13 亿元，占 2019 年全年收入的 25.16%。

5．现金流

2019年，公司经营活动现金流状况良好，但收入实现质量有待提高；公司资本支出规模依然较大，投资活动现金净流出规模大幅增长；受公司扩大借款规模的影响，公司筹资活动现金流入规模大幅增长。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 101.70 亿元，较上年增长 84.61%，主要系收入增长及回款情况好转所致；经营活动现金流出量为 87.74 亿元，较上年增长 121.18%，主要系公司成本支出增加所致。受以上因素综合影响，2019 年，公司经营活动现金净流入量为 13.96 亿元，较上年下降 9.49%。2019 年，公司现金收入比为 79.37%，较上年上升 15.09 个百分点，收入实现质量仍有待提高。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 41.84 亿元，较上年下降 11.58%，主要系收到的其他与投资相关的现金减少所致，公司收到的其他与投资相关的现金为杭州热联集团股份有限公司往来款；投资活动现金流出量为 56.56 亿元，较上年增长 10.00%，主要系公司增加投资投入以及购买理财、支付期货保证金等所致。受以上因素综合影响，2019 年，公司投资活动现金净流出量为 14.72 亿元，净流出量较上年增加 10.62 亿元。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 40.80 亿元，较上年增长 153.90%，主要系公司长、短期借款增加以及收到其他与筹资活动有关的现金增加所致（主要为合并华东医药集团和杭氧股份流入的现金）；筹资活动现金流出量为 16.40 亿元，较上年增长 5.50%。受以上因素综合影响，2019 年，公司筹资活动现金净流入量为 24.40 亿元，较上年增长 23.87 亿元。

2020 年 1－3 月，公司实现经营活动现金净流出量为 8.35 亿元；投资活动现金净流出量为 2.16 亿元；实现筹资活动现金净流入量为 15.81 亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现有所弱化，长期偿债能力指标表现有所改善。同时考虑到公司外部环境良好，下属子公司行业地位突出，公司过往债务履约情况良好，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 1.72 倍和 1.33 倍下降至 1.55 倍和 1.21 倍，流动资产对流动负债的保障程度较上年末有所下降。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由上年末的 12.24 倍下降至 2.01 倍，主要系公司短期借款大幅增加所致，现金类资产对短期债务的保障程度高。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 25.57 亿元。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 21.67%）和利润总额（占 73.81%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数为 24.21 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；公司 EBITDA 全部债务比为 0.84 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2019 年末，公司无作为被告的重大诉讼或仲裁。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 27.60 亿元，占当期净资产的 22.27%，对外担保比率较高。其中，被担保方杭州汽轮动力集团有限公司和杭州奥体博览中心建设投资有限公司分别为杭州市国资委和杭州市财政局实际控制的企业。未来若被担保方经营不善，公司可能面临一定的或有负债风险。

表 7　截至 2019 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保方	被担保方	担保余额
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州汽轮动力集团有限公司	60,000.00
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州汽轮动力集团有限公司	100,000.00
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州汽轮动力集团有限公司	50,000.00
杭州市国有资本投资运营有限公司	中国（杭州）青春宝集团有限公司	1,360.00
杭州杭氧控股有限公司	杭州奥体博览中心建设投资有限公司	31,727.50
杭州华东医药集团有限公司	杭州奥体博览中心建设投资有限公司	31,727.50
杭州华东医药集团有限公司	杭州华东医药集团贵州中药发展有限公司	1,147.50
合计	--	**275,962.50**

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司获得银行授信额度合计 402.00 亿元，其中，未使用额度为 374.55 亿元，公司间接融资渠道畅通；下属子公司杭氧股份为上市公司，具备直接融资渠道。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91330100MA2CFRGP3C），截至 2020 年 3 月 3 日，公司已结清信贷及未结清贷款中，无不良类或关注类贷款。

7．公司本部财务概况

截至2019年末，公司本部作为控股平台，资产主要为货币资金和长期股权投资，货币资金较为充裕；债务水平很低，权益结构稳定性较强。2019年，公司本部投资收益对净利润贡献大，经营活动现金流呈净流入状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额为 87.22 亿元。其中，流动资产为 15.83 亿元（占 18.15%），非流动资产为 71.39 亿元（占 81.85%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（11.48 亿元）构成，非流动资产主要由长期股权投资（70.00 亿元）构成。

截至 2019 年末，公司本部负债总额为 5.66 亿元，均为流动负债。从构成看，流动负债主要由短期借款构成；公司本部 2019 年资产负债率为 6.49%，债务负担很轻。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 81.56 亿元，所有者权益稳定性强。其中，实收资本为 59.20 亿元（占 72.59%）、资本公积 17.54 亿元（占 21.51%）、未分配利润 4.32 亿元（占 5.31%）和盈余公积 0.48 亿元（占 0.59%）。

2019年，公司本部营业收入为6.25亿元，净利润为4.73亿元，主要系对子公司的投资收益增加所致。

2019年，公司本部经营活动现金流量净额为0.18亿元；投资活动现金流量净额为-8.42亿元；筹资活动现金流量净额为13.40亿元。

七、本次公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 39.74 亿元，为“20 杭资 01”待偿本金（20.00 亿元）的 1.99 倍，公司现金类资产对“20 杭资 01”的覆盖程度高；截至 2019 年末，公司净资产为 123.93 亿元，为“20 杭资 01”待偿本金（20.00 亿元）的 6.20 倍，公司净资产对“20 杭资 01”按期偿付的保障作用强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 25.57 亿元，为“20 杭资 01”待偿本金（20.00 亿元）的 1.28 倍，公司 EBITDA 对“20 杭资 01”的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 101.70 亿元，为“20 杭资 01”发行额度（20.00 亿元）的 5.08 倍，公司经营活动产生的现金流入量对“20 杭资 01”的覆盖程度强。

综上分析，考虑到公司作为杭州市人民政府国有资产监督管理委员会设立的全资子公司，外部发展环境良好，同时，下属子公司杭氧股份在空分设备和工业气体行业地位较高，业务规模较大。联合评级认为，公司对“20 杭资 01”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，其下属子公司杭氧股份在行业地位、技术水平、在手订单等方面仍具有较强的综合竞争优势。2019 年，公司商贸及其他综合服务板块规模扩大，带动营业收入大幅增长；公司通过持有部分上市公司的股份产生了稳定的投资收益。同时，联合评级也关注到空分设备及工业气体行业受宏观经济影响较大，公司成立时间较短且治理结构有待进一步完善，对外担保比率较高，应收账款、预付款项和存货对营运资金形成一定占用等因素对其信用水平可能带来的不利影响。

未来，公司将聚焦高端装备、生物医药和数字经济三大产业，在推动杭州市产业集聚和转型升级的过程中，有望在资金、项目等多个方面获得当地政府的支持，公司经营状况有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”；同时维持“20 杭资 01”的债项信用等级为 AA+。

附件 1　杭州市国有资本投资运营有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	145.75	171.57	199.15	223.86
所有者权益（亿元）	82.39	100.24	123.93	128.71
短期债务（亿元）	10.84	3.00	19.79	26.03
长期债务（亿元）	13.83	17.01	10.79	18.94
全部债务（亿元）	24.67	20.01	30.58	44.97
营业收入（亿元）	64.79	82.35	122.41	32.30
净利润（亿元）	7.03	11.11	16.41	4.13
EBITDA（亿元）	--	--	25.57	--
经营性净现金流（亿元）	6.31	15.42	13.96	-8.35
应收账款周转次数（次）	3.01	3.72	5.67	--
存货周转次数（次）	3.51	3.37	4.71	--
总资产周转次数（次）	0.47	0.52	0.66	0.15
现金收入比率（%）	55.44	64.28	79.37	49.33
总资本收益率（%）	7.94	10.70	12.67	--
总资产报酬率（%）	7.09	8.81	10.72	--
净资产收益率（%）	9.33	12.16	14.64	6.42
营业利润率（%）	20.02	21.74	17.14	11.29
费用收入比（%）	11.79	10.86	7.63	6.05
资产负债率（%）	43.47	41.57	37.77	42.50
全部债务资本化比率（%）	23.04	16.64	19.79	25.89
长期债务资本化比率（%）	14.37	14.51	8.01	12.83
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	24.21	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	--	0.84	--
流动比率（倍）	1.73	1.72	1.55	1.61
速动比率（倍）	1.36	1.33	2.01	1.26
现金短期债务比（倍）	2.53	12.24	1.97	1.77
经营现金流动负债比率（%）	13.95	30.68	23.12	-11.56
EBITDA/待偿本金合计（倍）	--	--	1.28	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 由于 2017－2018 年财务数据采用备考财务报表，无法提供现金流量表补充资料，部分财务指标无法计算；4. 2020 年 1—3 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用+研发费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=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+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。