

信用等级公告

联合〔2020〕720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杭州市国有资本投资运营有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：  

二〇二〇年四月二十日

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

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

公司主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本期发行规模：不超过 20.00 亿元（含）

债券期限：5 年，附第 3 年末公司调整票面利率

选择权及投资者回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2020 年 4 月 20 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	129.67	145.75	171.57	194.84
所有者权益（亿元）	68.20	82.39	100.24	115.71
长期债务（亿元）	18.97	13.83	17.01	11.38
全部债务（亿元）	30.91	24.67	20.01	25.01
营业收入（亿元）	49.92	64.79	82.35	74.44
净利润（亿元）	3.66	7.03	11.11	10.95
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.54	6.31	15.42	14.09
营业利润率（%）	13.03	20.02	21.74	17.00
净资产收益率（%）	--	9.33	12.16	10.14
资产负债率（%）	47.41	43.47	41.57	40.62
全部债务资本化比率（%）	31.19	23.04	16.64	17.77
流动比率（倍）	1.62	1.73	1.72	1.56
EBITDA 全部债务比（倍）	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	--	--	--	--

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 2016—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及 2015 年财务数据，部分财务指标无法计算；4. 2019 年 1—9 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，其下属子公司杭州制氧机集团股份有限公司（以下简称“杭氧股份”）的空分设备制造和工业气体生产能力已达到国内领先水平，在行业地位、技术水平、在手订单等方面具有综合竞争优势。近年来，公司主营业务收入与毛利润逐年增长，并通过持有华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”）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，现场供气业务前期投资规模较大且面临因客户违约而带来的投资损失以及公司所投资基金回收期长，对外担保比率高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良好，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

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，获得的政府支持力度较大，外部发展环境良好。

2. **公司子公司杭氧股份竞争优势明显。**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

等方面具有一定的竞争优势。

3. 公司持有的华东医药股票可为公司提供稳定的投资收益。公司持有华东医药 16.46% 的股份,近年来,华东医药经营稳健,盈利能力强,能够为公司提供稳定的投资收益。

关注

1. 宏观经济周期性波动风险。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. 杭氧股份部分业务开展中前期投资对营运资金形成占用,且存在项目执行风险。杭氧股份现场供气设施前期投资规模较大,回收期较长,对公司营运资金形成一定占用;同时,由于设备迁移难度高,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。

3. 公司治理结构有待完善。公司于 2018 年 11 月成立,成立时间较短,部分董事和监事的任命委派程序尚未完成,治理结构有待完善。

4. 产业基金投资收益存在一定不确定性。公司投资于浙江省 5G 产业基金、国家集成电路产业基金二期等各项产业基金,投资规模较大,回收期长,且基金能否取得预期收益存在一定的不确定性。

分析师

李 昆 登记编号 (R0040218070003)

王进取 登记编号 (R0040218020003)

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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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2019年9月底，公司注册资本100.00亿元，实收资本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。

公司经营范围主要包括：市政府授权范围内的国有资产经营，市政府及有关部门委托经营的资产，投资与投资管理以及咨询服务，资产管理与处置，股权管理股权投资基金管理（未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款，融资担保，代客理财等金融服务）；批发、零售：煤炭（无储存），有色金属，钢铁原料及制品，木材，焦炭，纸浆，化工产品及原料、沥青（除化学危险品及易制毒化学品），黄金制品，塑料原料及制品，普通机械，建筑材料，水泥，橡胶制品，初级食用农产品（除药品），棉花，饲料，燃料油，石油制品（除成品油，除化学危险品及易制毒化学品），玻璃制品，纸制品，五金交电，机械设备，水暖器械，汽车配件，仪器仪表，计算机软硬件及配件，电子产品，针、纺织品；食品经营；货物及技术进出口（法律、行政法规禁止经营的项目除外，法律、行政法规限制经营的项目取得许可后方可经营）；其他无需报经审批的一切合法项目。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至2019年9月底，公司内设纪检室、组织人事部、办公室、投资运营部、财务管理部和风控法务部共6个部门（见附件1）；公司合并范围内子公司共59家；拥有在职员工4,239名，其中公司本部拥有在职员工13名。

截至2018年底，公司合并资产总额171.57亿元，负债合计71.33亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计100.24亿元，其中归属于母公司所有者权益67.79亿元。2018年，公司实现营业收入82.35亿元，净利润（含少数股东损益）11.11亿元，其中归属于母公司所有者的净利润6.86亿元；经营活动产生的现金流量净额15.42亿元，现金及现金等价物净增加额11.87亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额194.84亿元，负债合计79.14亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计115.71亿元，其中归属于母公司的所有者权益80.34亿元。2019年1—9月，公司实现营业收入74.44亿元，净利润（含少数股东损益）10.95亿元，其中归属于母公司所有者的净利润7.74亿元；经营活动产生的现金流量净额14.09亿元，现金及现金等价物净增加额11.93亿元。

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、本期公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2020〕470号文”核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值总额不超过30亿元的公司债券。本期债券名称为“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）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过20.00亿元（含）。本期债券面值100元，按面值平价发行。本期债券期限为5年，附债券存续期的第3年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，本金于债券到期时一次性偿还，最后一期利息随本金一同支付。本期债券票面利率及支付方式由公司根据市场情况并与主承销商通过簿记建档结果协商确定。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后计划使用 12 亿元资金用于偿还有息债务本息，剩余资金用于项目投资、股权投资和基金投资。

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

空分设备和工业气体主要应用于冶金、化工等领域，其市场规模随着国民经济的发展而扩大。

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。空气分离设备是重要的工业装备之一，广泛应用于能源、冶金、化工、煤化工等领域，是衡量装备制造工业水平的重要标志。

与国内空分设备行业相比，国内气体行业起步较晚。但随着市场逐步认可由专业的气体供应商提供工业气体服务的运营模式，冶金、化工等相关行业的工业气体市场陆续向气体供应服务商打开。工业气体可应用于化工、石油、冶金、机械、电子、玻璃、食品饮料、医疗等诸多领域，几乎渗透到各行各业，作为工业的基础要素之一，被誉为工业的血液。

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。液体供气指将气体压缩成液体后，通过液体槽车送达客户。气瓶供气用于满足气体需求量较少的客户需求。同一个气体设备产生的气体可以通过以上三种形式供气。我国较早发展起来的是现场供应市场，而随着经济的发展，各类中小型规模企业的用气需求不断增多，气体零售市场得到迅速发展。

2. 行业需求

随着供给侧改革政策的逐步实施，钢铁、石油化工行业产能过剩情况有所改善，行业整体景气度有所提升，为空分设备和工业气体制造企业提供了良好的市场环境。

我国空分设备和工业气体的下游需求中，冶金和化工行业约占 50%，医疗、电子、食品、玻璃等其他行业占 50% 左右，近几年新兴行业需求占比有逐步提升趋势。

在钢铁行业方面，随着钢铁行业供给侧改革逐步实施，2016 年以来，全国累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业 700 多家，取缔产能 1.4 亿吨。粗钢产能利用率由 2015 年的 70% 提升至 80% 以上，已基本进入合理区间。同时，国内钢材价格出现一波大幅上涨的行情，Myspic 综合钢价指数从 2015 年 12 月 11 日的最低 69.82 点跃升至 2018 年 8 月 21 日的 164.80 点，涨幅达 136.04%；2019 年上半年，由于产量增加、库存高企，主要钢材品种价格下降，但相比供给侧改革前仍处于较高水平。

在石油化工行业方面，近年来，在大宗原料价格反弹上行及企稳、环保政策与供给侧改革的共同作用下，化工行业供需格局得以改善，国内炼油企业原油加工量、炼厂开工率均呈现上升趋势，2016—2018 年，国内原油加工量分别为 5.41 亿吨、5.68 亿吨和 6.04 亿吨，逐年增长；炼油厂开工率

分别为 76.49%、78.26%和 79.38%，持续小幅增长。

3. 行业竞争

大型空分设备制造领域技术壁垒较高，市场集中度高，主要厂商向下游延伸，占据了现场制气的大部分市场份额；中小型空分设备和零售气生产领域企业数量多，市场竞争激烈，行业面临整合。

空分设备方面，目前，国内从事大型空分设备制造的企业中，中外合资企业主要包括林德工程（杭州）有限公司（简称“林德公司”）和液化空气（杭州）有限公司（简称“液空公司”）等几家大型企业集团，非合资的企业主要包括杭州制氧机集团股份有限公司（以下简称“杭氧股份”）、四川空分设备（集团）有限公司等。其中，林德公司、液空公司和杭氧股份的技术实力相对较强。在中小型空分设备市场，国内生产企业数量相对较多，竞争较为激烈。

工业气体方面，主要工业气体供应商均由设备厂商发展而来。目前，现场制气业务中，德国林德集团、法国液空集团、美国普莱克斯和美国空气化学产品等国际巨头、杭氧股份等设备公司具有相对竞争优势；零售气市场需求较为分散，资本门槛较低，基本处于充分竞争状态；部分专业气体公司由原隶属于大型国企的气体分部发展而来，如宝钢气体等。同时，由于工业气体存在运输半径限制，区域内规模较大、综合服务能力较强的气体公司将主动通过兼并收购的方式进行渠道、网络、客户等行业整合，不断完善区域内网络布局同时拓展业务区域，逐步扩大市场份额。

4. 行业政策

受供给侧改革等相关政策影响，钢铁行业新增产能受限，煤化工项目谨慎推进，可能会在一定程度上影响空分设备和工业气体需求增速。

空分设备和工业气体主要应用于下游钢铁及煤化工的生产，行业发展受到下游行业相关政策影响较大。

钢铁行业方面，近年来，国家为加强钢铁行业管理，规范钢铁企业生产经营秩序，不断推动淘汰落后产能，提高环保、能耗、质量等相关行业门槛，出台了一系列的相关钢铁行业政策，以促进钢铁工业的全面、协调和可持续健康发展。2016 年 2 月，国务院印发《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，表示中央将着眼于推动钢铁行业供给侧结构性改革，在近几年淘汰落后钢铁产能的基础上，用 5 年时间再压减粗钢产能 1~1.5 亿吨，使行业兼并重组取得实质性进展、产能利用率趋于合理；随后，国内逐步形成了以《关于钢铁行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为纲领的一系列钢铁行业供给侧改革相关配套政策。有关政策的颁布、执行，有利于缓解国内钢铁产能严重过剩带来的市场压力，改善钢铁企业无序竞争的局面，提高企业生产经营效益。

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，焦化行业的产业政策主要围绕“总量控制、调整结构、节约能（资）源、保护环境、合理布局”等可持续发展原则制定，2017 年 1 月 1 日起，工业和信息化部发布的《焦化行业准入条件（2014 年修订）》全面实行，新申请焦炉项目参照该标准受理。新标准加强了节能环保、综合利用与安全生产等方面的要求，强调完善产业链管理，突出相关要求的针对性和可考核性。

5. 行业关注

（1）宏观经济周期性波动的风险

从宏观来看，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。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，在市场竞争中处于劣势。

6. 未来发展

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、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司子公司杭氧股份的空分设备制造能力已达到行业领先水平，华东医药能够为公司提供较为稳定的投资收益，公司综合竞争力很强。

公司是杭州市重要的国有资本运营公司，聚焦于高端装备、生物医药和数字经济三大产业，以直接股权投资、产业投资基金、私募基金等形式开展投资业务。公司营业收入主要来自于子公司杭氧股份；同时，公司通过子公司杭州华东医药集团有限公司（以下简称“华东医药集团”）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，对利润形成有益补充。

公司子公司杭氧股份是行业领先的空分设备开发、设计、制造成套企业，主要从事气体分离设备、工业气体产品和石化设备的生产及销售。技术能力方面，杭氧股份作为高新技术企业，拥有国家级企业技术中心，已具备制氧量在 8 至 12 万 m^3/h 的特大型空气分离设备的能力。2018 年，杭氧股份 10 万等级空分设备获得浙江省装备制造业重点领域国内首台（套）产品奖；经中机联和中通协联合鉴定，“特大型空气分离设备关键技术开发及产业化项目”达到国际领先水平，并获 2018 年中国机械工业科学技术奖特等奖；10 万立方米大型空分装置被中国机械工业联合会选树为“改革开放 40 周年机械工业杰出产品”。

公司子公司华东医药集团持有华东医药 16.46% 的股份，为华东医药的第二大股东。华东医药是集医药研发、制造和销售、药品分销及零售、医药现代物流、健康产业、医疗美容产品制造和销售为一体的大型综合性医药上市公司，具有较强的医药全产业链综合竞争优势。2018 年，华东医药拥有 7 个销售规模上亿元产品，其中百令胶囊和阿卡波糖销售收入超 20 亿元，市场占有率处于国产同类产品领先地位。近年来，华东医药经营状况良好，收入和利润规模逐年增长，能够为公司贡献

稳定的投资收益。

同时，公司投资设立杭州战略新兴产业投资有限公司，注册资本 20 亿元，作为公司对外投资和市场化运作的主平台，已投资项目包括浙江省 5G 产业基金、城市大脑基金、国家集成电路产业基金二期、国家制造业转型升级基金等，有助于发挥国有资本的引领作用，推动杭州市产业集聚和转型升级。

2. 人员素质

公司管理层具有丰富的管理经验，人员学历和岗位设置可满足公司发展需要。

截至 2019 年底，公司董事、监事、高级管理人员合计 5 人，公司高管人员具有丰富的从业经验和较高的专业素质。

公司董事长金旭虎先生，1963 年出生，中国国籍，本科学历，曾任浙江海门制药厂技术员，浙江椒江制药厂技术员，浙江省临海市沙星化工厂技术员，浙江遂昌精细化工厂技术员，浙江华义医药化工有限公司总经理，华东医药集团党委书记、董事长、总经理，2018 年 12 月起任公司党委书记、董事长。

公司总经理刘军先生，1968 年出生，中国国籍，本科学历，曾任杭州市财政一分局办事员，杭州市财政局国资处科员、国资处主任科员、国资基础管理处主任科员，杭州市国资委财务审计处主任科员、财务审计处副处长、财务审计处处长、产权管理处处长、改革发展处处长，2019 年 2 月起任公司党委副书记、副董事长及总经理。

截至 2019 年 9 月底，公司员工总数 4,239 人。从文化程度来看，初中及以下学历占 13.07%，高中及中专学历占 27.88%，大专学历占 23.43%，本科及以上学历占 35.62%；从岗位构成看，管理人员占 27.67%，研发人员占 17.10%，生产人员占 51.41%，销售人员占 3.82%；从年龄来看，30 岁以下占 21.26%，30 至 50 岁占 64.26%，50 岁以上占 14.48%。

截至 2019 年 9 月底，公司本部拥有在职员工 13 人。从文化程度来看，高中及以下学历 1 人，本科学历 9 人，硕士学历 3 人；从岗位构成看，全部为管理人员；从年龄来看，30 岁以下 3 人，30 至 50 岁 9 人，50 岁以上 1 人。

3. 外部支持

（1）区域环境

杭州市区域经济快速增长，在全国位居前列，财政实力增强，为公司发展提供了良好的外部发展环境。

杭州市为浙江省省会，是浙江省政治、经济、文化、教育、交通和金融中心，是长江三角洲城市群中心城市之一、环杭州湾大湾区城市、长三角宁杭生态经济带节点城市，也是中国重要的电子商务中心之一，区域经济发达。

根据《2019 年杭州市国民经济和社会发展统计公报》，2019 年杭州经济社会发展实现稳中有进、进中提质，杭州市全年实现地区生产总值 15,373 亿元，较上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 326 亿元，较上年增长 1.9%；第二产业增加值 4,875 亿元，较上年增长 5.0%；第三产业增加值 10,172 亿元，较上年增长 8.0%。三次产业结构调整为 2.1:31.7:66.2，服务业占 GDP 比重较上年提高 1.1 个百分点。

2019 年，杭州市人均地区生产总值为 152,465 元。2019 年，杭州市全年固定资产投资较上年增长 11.6%，其中基础设施投资增长 5.2%，交通投资增长 16.9%，高新技术产业投资增长 8.4%。2019

年，杭州市房地产开发投资较上年增长 10.7%；年末房屋施工面积 11,996 万平方米，较上年末增长 2.1%；新开工面积 2,435 万平方米，较上年下降 10.1%；竣工面积 1,728 万平方米，较上年增长 5.5%；商品房销售面积 1,514 万平方米，较上年下降 9.7%。城市建设方面，2019 年底，杭州市主城区公共交通运营线路 402 条，其中新辟线路 15 条，优化线路 45 条；地铁运营里程 135.4 公里，在建里程 381 公里。

杭州市经济的增长带动了财政实力的增强，2019 年，杭州市财政总收入 3,650.0 亿元，一般公共预算收入 1,966.0 亿元，分别较上年增长 5.6% 和 7.7%。全市一般公共预算支出 1,952.9 亿元，较上年增长 13.7%。

《杭州市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》提出，杭州市要更加注重产业融合发展，大力推进产业结构战略性调整，打好转型升级组合拳，创造新供给，激活新需求，构建以信息经济为引领、现代服务业为主导、先进制造业为支撑、都市现代农业为基础的现代产业新体系，推进产业迈向中高端，塑造“杭州质量”。

（2）政府支持

公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，得到的政府支持力度较大。

公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，享受国家及地方政府政策导向和区位优势带来的发展机遇，在资产划拨、资产注入等多方面得到杭州市政府的大力支持。

根据杭州市国资委《关于划转杭氧集团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% 国有股权和杭州制氧机集团有限公司（以下简称“杭氧集团”）90% 国有股权划转至公司持有。上述两家公司已于 2019 年 1 月 9 日完成相关国有股权划转的工商变更登记。

五、管理分析

1. 治理结构

公司成立时间较短，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。

公司经杭州市人民政府（以下简称“市政府”）批准设立，由市政府出资并授权杭州市国资委履行出资人职责。

根据公司章程规定，公司不设股东会，由杭州市国资委行使股东会职权。公司设立董事会，董事会按杭州市国资委授权行使股东会的部分职权。公司董事会由 5 名董事组成，其中执行董事 2 名和外部董事 2 名，由杭州市国资委委派；职工董事 1 名，由公司职工代表大会选举产生或更换。董事会设董事长 1 名，董事长由出资人从董事会成员中指定。董事每届任期 3 年，任期届满，经杭州市国资委批准可以连任，职工代表董事连选可以连任。董事会行使投融资和授权资产的管理及运作等重大事项决策权。截至 2019 年底，公司实际到位董事人数为 3 名，空缺 2 名。

公司监事会由 5 人组成，其中非职工代表监事 3 名，由杭州市国资委委派；职工代表监事 2 名，由职工代表大会、职工大会或其他形式民主选举产生。监事会设主席 1 名、副主席 1 名，由杭州市国资委从监事会成员中指定。监事任期 3 年，任期届满，非职工代表监事经出资人或杭州市国资委同意可以连任，职工代表监事连选可以连任。截至 2019 年底，由杭州市国资委作为出资人委派监事 1 名，空缺 4 名。

公司设总经理 1 名、副总经理等其他高级管理人员若干名，任期 3 年，连聘可以连任。经出资人同意，董事会成员可兼任总经理。总经理对董事会负责，负责主持公司的经营管理工作，组织实

施董事会决议。截至 2019 年底，公司有总经理 1 名。

2. 管理制度

公司建立的管理制度对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用，但仍有待进一步完善。

截至 2019 年 9 月底，公司内设纪检室、组织人事部、办公室、投资运营部、财务管理部和风控法务部共 6 个部门，并制订了相应的内部控制制度。

投资管理方面，公司对本级和下属全资、控股子公司投资行为从立项、决策、实施到收回投资整个过程进行管理，包括项目收集、初步调查、投资立项、尽职调查、投前审核、投资决策、审核批准、投资实施、投后管理、项目审计、投资退出、违约处理等。公司董事会是公司对外投资最高决策机构；公司经理层下设投资决策会，由公司领导及部门负责人组成，投资决策会是公司对外投资辅助决策机构。

财务管理方面，公司通过控制和规范货币资金、筹资、预算、资产管理、对外投资等财务活动，确保公司生产经营规范、安全、高效、经济运行。

安全生产方面，为加强公司安全生产管理工作，有效落实风险管控体系，预防和减少生产安全事故的发生，保证公司正常安全生产经营，公司成立了安全生产管理委员会及工作小组。其中，安全生产管理委员会承担整个公司的安全生产管理领导责任，工作小组负责公司安全生产的日常综合管理及组织协调工作。

对外担保方面，公司规定不得为任何非法人单位或个人提供担保；原则上对系统外的企业不予担保；为系统内非国有全资企业提供担保，超出国有关出资比例限额的，必须有相应具体有效的风险控制措施。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司收入主要来自于制氧机业务，随着制氧机业务订单量的增长，公司营业收入逐年增长，主营业务毛利率逐年上升。

公司于 2018 年 11 月成立，提供的备考合并财务报表假设杭州市国资委对杭氧集团和华东医药集团股权划转事项¹已于本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。

公司作为控股平台，自身业务很少，具体业务主要通过子公司杭氧集团和杭州国裕国际贸易有限公司（以下简称“国裕贸易”）运营。其中，制氧机业务收入来自杭氧集团，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和零星小额收入。2016—2018 年，公司营业收入分别为 49.92 亿元、64.79 亿元和 82.35 亿元，年均复合增长 28.44%，主要系制氧机业务订单规模增长所致；净利润方面，2016—2018 年，公司净利润分别为 3.66 亿元、7.03 亿元和 11.11 亿元，年均复合增长 74.29%，增速高于营业收入，主要系毛利率上升所致。

从收入结构上看，2016—2018 年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超过 93%，公司主

¹ 根据杭州市国资委《关于划转杭氧集团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% 国有股权和杭氧集团 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，持有杭氧集团 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，杭氧集团 90% 国有股权的净资产账面价值为 3,551,259,081.47 元。

业突出。具体来看，制氧机业务是公司最主要的收入来源，2016—2018 年，随着空分设备和工业气体订单量的增长，该板块营业收入逐年增长，分别为 48.23 亿元、60.73 亿元和 76.84 亿元，在公司主营业务收入中的比重均在 96%以上。2017 年，公司新增商贸及其他综合服务业务，2017—2018 年分别实现营业收入 0.01 亿元和 3.03 亿元，占主营业务收入的比重由 2017 年的 0.02%上升至 2018 年的 3.80%，占比较低。

从毛利率看，2016—2018 年，制氧机业务毛利率逐年上升，分别为 14.08%、22.30%和 23.50%，其中 2016 年毛利率较低，主要系下游钢铁等行业处于去产能阶段，公司产品销量较低，而固定成本较高所致；2017—2018 年，制氧机业务毛利率基本稳定。2017—2018 年，公司商贸及其他综合服务业务毛利率分别为 10.28%和 3.42%，该业务规模较小，毛利率波动较大。受上述因素影响，2016—2018 年，公司主营业务毛利率分别为 14.08%、22.30%和 22.74%。

表 1 2016—2018 年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块	2016 年			2017 年			2018 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	48.23	100.00	14.08	60.73	99.98	22.30	76.84	96.20	23.50
商贸及其他综合服务业务	--	--	--	0.01	0.02	10.28	3.03	3.80	3.42
合计	48.23	100.00	14.08	60.75	100.00	22.30	79.87	100.00	22.74

资料来源：公司提供

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 74.44 亿元，营业利润 12.48 亿元，净利润 10.95 亿元。

2. 空气分离设备

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。杭氧股份设备类业务的主要经营模式为根据用户的需求进行针对性设计及制造，并将产品交付给用户；同时，根据用户需要，杭氧股份可以提供工程设计和工程总承包服务。2016—2018 年，杭氧股份空分设备收入逐年增长，分别为 11.31 亿元、18.62 亿元和 28.40 亿元；毛利率分别为 20.16%、25.99%和 24.86%，2017 年较上年上升 5.83 个百分点，主要系销售单价增长及订单量增长、规模效应显现所致，2018 年较上年下降 1.13 个百分点，变动不大。

（1）采购

杭氧股份主要原材料供应稳定，采购集中度较低。

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、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 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 30%，发货前支付 30%，发货后支付 30%，质保金 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，2016—2018 年，杭氧股份空分设备前五大供应商采购总额分别为 3.46 亿元、5.57 亿元和 6.28 亿元，前五大供应商采购金额占总采购额的比例分别为 8.93%、10.70%和 10.36%，采购集中度较低。

（2）生产

杭氧股份采用订单式市场模式，产能规模全国领先。

杭氧股份空分设备产品为非标准化产品，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。

产品质量控制方面，杭氧股份建立了较为完善的质量体系，在 ISO9000 质量管理体系的基础上，通过了 ISO9001:2000 质量管理体系认证。杭氧股份于 2003 年按照美国机械工程师协会（ASME）锅炉和压力容器标准建立了压力容器（管道）的质量体系，通过了美国机械工程师协会压力容器及管道制造的质量认证。通过从产品开发设计、供应、制造过程与产品交付的全过程质量控制。在产品制造过程中产品质量的主要指标为成品抽查合格率、成品优等品率和设备安装完成后开车一次成功率，杭氧股份以上三项指标均为 100%，处于行业领先水平。

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。杭氧股份已为我国冶金、化肥、石化、煤化工、航天航空等行业提供成套空分设备 4,000 多套，已具备 12 万 m³/h 等级空分设备的生产能力。

（3）销售

近年来，随着冶金、化工等下游行业回暖，杭氧股份空分设备销量和新增订单金额逐年增长，为未来收入实现提供了支撑。杭氧股份下游客户集中度较高。

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。2016—2018 年，随着下游行业回暖，杭氧股份分别销售空分设备 13 套、22 套和 25 套，制氧量分别为 28.29 万 m³/h、70.50 万 m³/h 和 138.20 万 m³/h，均呈逐年增长趋势。

表 2 近年来空分设备分行业销售情况（单位：套、m³/h）

客户行业	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1—9 月	
	套数	制氧量	套数	制氧量	套数	制氧量	套数	制氧量
冶金	3	62,200	4	75,000	8	273,000	2	80,000
化工	7	168,150	7	349,000	4	332,000	2	122,000
煤化工	--	--	--	--	6	534,000	2	210,000
气体商	2	27,500	4	51,000	4	118,000	4	195,000
出口	1	25,000	--	--	--	--	--	--
钢铁	--	--	7	230,000	3	125,000	3	800,000
合计	13	282,850	22	705,000	25	1,382,000	13	1,407,000

资料来源：公司提供

从订单情况来看，近年来，杭氧股份成功签订湖北宜化集团有限责任公司 6 万 m³/h 空分设备、河北纵横钢铁集团丰南钢铁有限公司 4 套 5 万 m³/h 空分设备、新疆天业（集团）有限公司 2 套 9 万 m³/h 空分设备、神华榆林能源有限公司 3 套 10 万 m³/h 空分设备、宁夏宝丰能源集团股份有限公司 2 套 10.50 万 m³/h 空分设备、安徽昊源化工集团有限公司 9.06 万 m³/h 空分设备、浙江石油化工有限公司 4 套 10.50 万 m³/h 空分设备等订单。2016—2018 年，杭氧股份空分设备新增订单量分别为 20 套、31 套和 27 套，新增订单金额分别为 25.88 亿元、38.17 亿元和 45.47 亿元，新增订单制氧量分别为 80.90 万 m³/h、174.20 万 m³/h 和 133.60 万 m³/h。

表3 近年来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
2016 年	20	25.88	80.90
2017 年	31	38.17	174.20
2018 年	27	45.47	133.60
2019 年 1—9 月	25	33.68	137.30

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，2016—2018 年，杭氧股份空分设备前五大客户销售总额分别为 6.63 亿元、8.90 亿元和 16.13 亿元，前五大客户销售金额占空分设备总销售额的比例分别为 58.56%、47.79%和 56.80%，销售集中度较高。

3. 工业气体

随着下游行业景气度提升，杭氧股份工业气体销售业务收入逐年增长，毛利率逐年上升。

近年来，杭氧股份在设备制造业务的基础上向服务型制造业转型，将业务延伸到工业气体领域并逐步发展壮大。杭氧股份生产的气体产品主要有：氧、氮、氩、氦、氖、氪、氙、高纯氧、高纯氮、二氧化碳、混合气体等，广泛应用于冶金、光伏、化工、煤化工、医疗、电子等各个领域。2016—2018 年，随着下游行业景气度提升，杭氧股份工业气体销售收入逐年增长，分别为 32.91 亿元、39.12 亿元和 44.64 亿元；毛利率逐年上升，分别为 13.16%、20.65%和 23.50%。

从经营模式来看，杭氧股份气体经营模式主要有现场供气、液体零售等。其中，现场供气主要是以子公司为经营主体，通过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，然后向客户提供气体产品，杭氧股份与客户签订15~20年的长期供气协议，客户向杭氧股份供应水、电、蒸汽，杭氧股份向客户提供氧气、氮气、氩气等气体产品；液化零售业务是将现有客户厂区销售剩余的气体进行液化压缩储备，在零售市场进行销售。气体公司的主要成本是水、电、蒸汽，约占生产成本的75%以上，其余大部分为管理费、财务费、折旧等。

从结算方式上看，杭氧股份与供气客户之间每月按照使用量进行结算，次月支付气费，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。

近年来，随着工业气体子公司投产数量的增长，杭氧股份工业气体总产能、供气量和收入规模均逐年增长。截至2019年9月底，杭氧股份已投产工业气体子公司23个²，总投资额54.77亿元，总产能84.23万m³/h。

表4 近年来工业气体业务运营情况（单位：个、亿元、m³/h、万 m³）

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
----	--------------	------	-----	------	--------

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。

2016 年	20	49.07	802,280	932,857	32.91
2017 年	21	51.57	805,280	1,041,920	39.12
2018 年	24	54.41	806,780	1,146,194	44.64
2019 年 1—9 月	23	54.77	842,280	944,914	34.09

注：总产能指设计总制氧产能，供气量指包含氧气、氢气、氮气等气体在内的总供气量

资料来源：公司提供

截至 2019 年 9 月底，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，具体情况如下表所示。

表 5 截至 2019 年 9 月底已投产工业气体子公司运营情况（单位：万元、m³/h、万 m³）

企业名称	总投资	区域	供气对象	设计产能	供气量			
					2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
河南杭氧气体有限公司	26,000	河南信阳	信阳钢铁	53,600	78,226.18	46,954	93,052	71,285
济源杭氧国泰气体有限公司	25,500	河南济源	济源钢铁	54,200	71,183.95	74,846	79,596	62,381
吉林杭氧气体有限公司	34,500	吉林	吉林建龙钢铁	50,000	56,364.12	73,571	89,054	73,565
承德杭氧气体有限公司	21,000	河北承德	承德建龙钢铁	27,000	33,028.48	31,837	31,206	34,585
蚌埠杭氧气体有限公司 ³	5,500	安徽蚌埠	华光光电	7,000	8,393.60	7,356	0	0
湖北杭氧气体有限公司	4,000	湖北孝感	零售	3,000	0	6.14 万吨	9.51 万吨	7.76 万吨
衢州杭氧气体有限公司	69,000	浙江衢州	浙江元立	80,000	76,946.08	104,662	126,321	96,938
杭州建德杭氧气体有限公司	1,400	浙江杭州	零售	700	18.92	31	10.42 万吨及 4 万 m ³	2.17 万吨及 4 万 m ³
九江杭氧气体有限公司	1,000	江西九江	零售	180	0	31	6.85 万吨	5.81 万吨
江西杭氧萍钢气体有限公司	40,800	江西九江	萍钢钢铁	58,600	95,935.92	105,629	108,477	85,099
杭州萧山杭氧气体有限公司	6,740	萧山	浙江恒逸	3,000	2,516.86	2,521	2871	2,724
杭州富阳杭氧气体有限公司	16,000	浙江杭州	和鼎铜业	17,500	11,926.18	17,635	28,240	21,830
广西杭氧气体有限公司	55,000	防城港	盛隆冶金	112,500	157,867.56	158,679	167,069	134,674
山东杭氧气体有限公司	95,000	山东滕州	兖矿国泰/鲁南化肥	166,500	190,986.14	183,343	172,897	128,419
吉林市经开杭氧气体有限公司	14,100	吉林	吉林众鑫化工	12,000	5,986.48	7,330	8,750	6,653
济源杭氧万洋气体有限公司	11,000	河南济源	万洋冶炼	15,000	20,039.25	17,588	17,498	18,051
南京杭氧气体有限公司	24,250	江苏南京	南京钢铁联合	30,000	51,260.15	62,273	60,923	48,082
山西杭氧立恒气体有限公司	35,300	山西临汾	山西立恒	66,000	71,028.59	110,867	127,738	108,328
苏州杭氧气体有限公司 ⁴	1,000	苏州	江苏华昌	0	0	5.49 万吨	4.89 万吨	7.61 万吨

³ 蚌埠杭氧气体有限公司供气对象华光光电于 2017 年 11 月停产，2018 年该气体子公司未提供供气服务，公司预计将把该气体子公司相关资产全部转让给华光光电，截至 2019 年底处于协商过程中。

⁴ 苏州杭氧气体有限公司主要提供空分综合服务管理，帮助客户管理维护设备的正常运行，将多余的气体进行液化零售，并收取部分费用。

吉林市杭氧博大气体有限公司 ⁵	3,600	吉林	吉林博大生化	10 万吨/年	1,148.22	0	0	0
驻马店杭氧气体有限公司	31,000	河南驻马店	河南骏化	40,000	0	0	32,498	52,296
漯河杭氧气体有限公司 ⁶	1,000	河南漯河	河南金大地	0	0	0	0	0
江苏杭氧润华气体有限公司	24,000	江苏南通	零售	10,000	0	1.23 万吨	14.48 万吨	14.04 万吨
衢州杭氧特种气体有限公司	1,000	浙江衢州	零售	氩气 200m ³ /年, 氮气 3600 m ³ /年	0	9.84 万吨	氩气 251.87m ³ , 氮气 2,046.43m ³	氩气 74.09m ³ , 氮气 1,690.15m ³
合计	547,690	--	--	--	932,856.68	1,041,920 万 m ³ 及 22.7 万吨	1,146,194 万 m ³ , 46.15 万吨及氩气 251.87m ³ , 氮气 2,046.43m ³	944,914 万 m ³ , 37.39 万吨及氩气 74.09m ³ , 氮气 1,690.15m ³

资料来源：公司提供

4. 在建及拟建项目

杭氧股份在建及拟建项目建成后有利于公司工业气体业务规模的增长,可有效提升公司竞争力,尚需融资需求不大。

截至2019年9月底,公司主要在建项目均为子公司空分项目,拟建项目为电子气项,计划总投资21.65亿元,已投资11.88亿元,尚需投资9.77亿元,相较于公司资产规模及货币资金余额,尚需投资规模不大。

表 6 截至 2019 年 9 月底杭氧股份在建及拟建项目情况 (单位: 亿元)

项目	项目规模	总投资	已投资额	2019 年 10—12 月计划投资	2020 年计划投资	资金来源
广西杭氧气体有限公司制氧工程	2*40,000Nm ³ /h 制氧工程	4.62	3.63	0.99	--	自筹、银行贷款
山西杭氧立恒气体有限公司空分项目	65,000m ³ /h	3.11	2.77	0.00	0.33	自筹
江西杭氧气体有限公司空分项目	2*80,000m ³ /h	6.17	2.05	1.32	0.85	自筹、银行贷款
济南杭氧气体有限公司空分项目	40,000m ³ /h	2.70	0.80	0.67	1.75	自筹、银行贷款
江西杭氧萍钢气体有限公司	2 万方空分项目	1.20	0.93	--	0.17	自筹
青岛杭氧电子气体有限公司	电子气项目	2.15	--	--	1.21	自筹
内蒙古杭氧宏裕气体有限公司 (已暂停)	36,000Nm ³ /h 空分项目	1.70	1.70	--	--	--
合计	--	21.65	11.88	2.98	4.31	--

资料来源：公司提供

5. 经营效率⁷

公司经营效率整体保持稳定。

2017—2018年,公司应收账款周转次数分别为3.01次和3.72次,存货周转次数分别为3.51次和3.37次,总资产周转次数分别为0.47次和0.52次。

⁵ 吉林市杭氧博大气体有限公司所属项目于 2013 年建成,其后项目进行了试生产。因项目用地系租赁且无法完成土地使用权转让,同时根据吉林市有关部门的最新政策要求,吉林市杭氧博大气体有限公司无法获得安全生产许可证,无法顺利投产。经协商,2018 年公司将吉林市杭氧博大气体有限公司资产转让给原供气对象吉林博大生化,截至 2019 年底转让尚未完成。

⁶ 漯河杭氧气体有限公司主要提供空分综合服务管理。

⁷ 由于公司未提供 2015 年财务数据,2016 年经营效率指标无法计算。

6. 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。

(4) 投资基金能否取得预期收益存在不确定性

公司作为杭州市属国有资本投资运营公司，主要职能为代表杭州市政府进行战略性投资、新兴产业培育、市级优质国有资产运营、发展杭州市重点产业，同时参与并支持杭州市重点行业国有企业的转型升级发展和结构调整。截至 2019 年底，公司已投资项目包括浙江省 5G 产业基金、城市大脑基金、国家集成电路产业基金二期、国家制造业转型升级基金等，投资规模较大，回收期长，且基金能否取得预期收益存在一定的不确定性。

7. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—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⁸；2019 年 1—9 月财务报表未经审计。

由于使用备考合并财务报表，2016—2018 年，公司合并范围无变化，会计政策连续，财务数据可比性很强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 171.57 亿元，负债合计 71.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 100.24 亿元，其中归属于母公司所有者权益 67.79 亿元。2018 年，公司实现营业收入

⁸ 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

82.35 亿元，净利润（含少数股东损益）11.11 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 6.86 亿元；经营活动产生的现金流量净额 15.42 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.87 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 194.84 亿元，负债合计 79.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 115.71 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 80.34 亿元。2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 74.44 亿元，净利润（含少数股东损益）10.95 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 7.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.09 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.93 亿元。

2. 资产质量

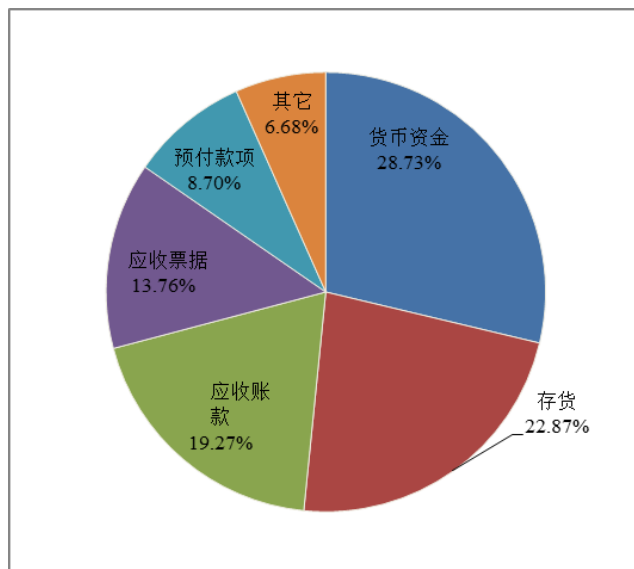
近年来，公司资产规模逐年增长，资产结构较均衡；公司货币资金较为充裕，受限资产规模较小，应收账款和存货对营运资金存在一定占用，整体资产质量尚可。

2016—2018 年，公司资产总额逐年增长，年均复合增长 15.03%，主要系流动资产增加所致。截至 2018 年底，公司资产总额 171.57 亿元，较上年底增长 17.71%；其中，流动资产占 50.43%，非流动资产占 49.57%，资产构成较均衡。

（1）流动资产

流动资产方面，2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 18.89%，主要系货币资金和存货增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 86.53 亿元，较上年底增长 10.46%，主要由货币资金（占 28.73%）、应收票据（占 13.76%）、应收账款（占 19.27%）、预付款项（占 8.70%）和存货（占 22.87%）构成。

图 1 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 28.00%，主要系收入增长、经营活动预收款项增加，以及利润积累所致。截至 2018 年底，公司货币资金 24.86 亿元，较上年底增长 56.60%，主要由银行存款（占 92.84%）和其他货币资金（占 7.15%）构成；受限资金 1.78 亿元，受限比例 7.15%，主要为银行承兑汇票、履约及买方信贷保证金，受限比例较低。

2016—2018 年，公司应收票据逐年增长，年均复合增长 33.73%，主要系业务规模扩大及与客户结算采用票据方式增多所致。截至 2018 年底，公司应收票据 11.90 亿元，较上年底增长 2.80%，主要为银行承兑汇票，占比为 99.90%。

2016—2018 年，公司应收账款账面价值逐年下降，年均复合下降 5.01%，主要系公司与客户结算采用票据方式增多所致。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 16.67 亿元，较上年底下降 1.56%，其中，按信用风险特征组合计提坏账准备的占 99.92%。采用账龄分析法计提坏账准备的应收账款中，账龄 1 年以内的应收账款余额占 52.98%，1~2 年的占 12.56%，2~3 年的占 7.57%，3~5 年的占 17.02%，5 年以上的占 9.87%，账龄较长；累计计提坏账准备 5.00 亿元，计提比例为 23.08%；前五大客户应收账款占余额的 29.56%，集中度一般。

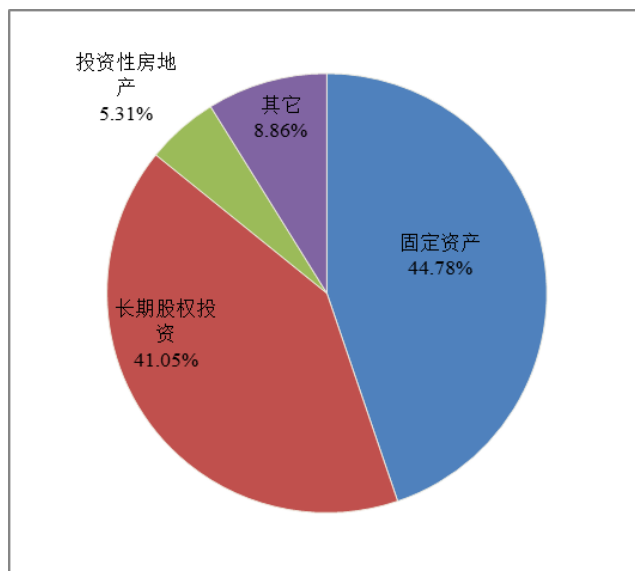
2016—2018 年，公司预付款项逐年增长，年均复合增长 35.51%，主要系随着空分设备和工业气体业务订单量增长，公司预付原材料及设备采购款增加所致。截至 2018 年底，公司预付款项 7.52 亿元，较上年底增长 35.71%，预付前五大供应商款项共计 4.12 亿元，占预付款项的比重为 54.79%，集中度很高。

2016—2018 年，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长 33.96%，主要系随着空分设备订单量的增长，在产品和库存商品增加所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 19.79 亿元，较上年底增长 16.88%；存货账面余额主要由原材料（占 9.06%）、在产品（占 16.29%）、开发成本（占 36.54%）和库存商品（占 38.10%）构成，开发成本主要为子公司杭州杭氧和院房产开发有限公司的在建房地产项目，库存商品主要为杭氧股份生产的空分设备；公司共计提 0.60 亿元的存货跌价准备，计提比例 2.93%。

（2）非流动资产

非流动资产方面，2016—2018 年，公司非流动资产波动增长，年均复合增长 11.46%。截至 2017 年底，公司非流动资产 67.42 亿元，较上年底下降 1.51%。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 85.05 亿元，较上年底增长 26.15%，主要系长期股权投资增加所致；公司非流动资产主要由长期股权投资（占 41.05%）、投资性房地产（占 5.31%）和固定资产（占 44.78%）构成。

图 2 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 65.58%，主要系公司增加对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”）的投资所致。公司长期股权投资主要为对联营企业投资，采用权益法核算。截至 2018 年底，公司长期股权投资 34.91 亿元，较上年底大

幅增长 140.62%，主要包括对华东医药的投资 16.36 亿元和对杭州联合农商行的投资 17.86 亿元。

2016—2018 年，公司投资性房地产采用成本法计量，账面价值分别为 4.14 亿元、4.82 亿元和 4.51 亿元，呈小幅波动增长趋势，年均复合增长 4.42%。截至 2018 年底，公司投资性房地产账面原值由房屋及建筑物（占 92.81%）和土地使用权（占 7.19%）构成。

2016—2018 年，公司固定资产账面价值逐年下降，年均复合下降 4.97%。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 38.09 亿元，较上年底下降 1.60%；公司固定资产账面原值主要由房屋及建筑物（占 26.26%）和机器设备（占 71.12%）构成；累计计提折旧 29.49 亿元，固定资产成新率 56.40%，成新率较低；累计计提减值准备 0.07 亿元；受限固定资产 4.01 亿元，受限比例 10.53%，受限比例较低。

截至 2018 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产合计 6.00 亿元，占总资产的 3.50%，主要为用于抵押担保的固定资产，受限比例较低。

表 7 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	占比	受限原因
货币资金	17,770.89	1.04	承兑汇票、履约及买方信贷保证金等
固定资产	40,088.96	2.34	抵押担保
无形资产	2,126.94	0.12	抵押担保
合计	59,986.79	3.50	--

资料来源：公司审计报告

截至 2019 年 9 月底，公司资产总额 194.84 亿元，较上年底增长 13.56%，主要系货币资金和长期股权投资增加所致；流动资产和非流动资产占比分别为 51.00%和 49.00%，较上年底变动不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

近年来，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；公司全部债务规模逐年下降，整体债务负担较轻，债务结构较合理。

2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 7.72%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债总额 71.33 亿元，较上年底增长 12.57%，其中，流动负债占 70.45%，非流动负债占 29.55%，以流动负债为主。

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 15.42%，主要系预收款项和其他应付款（合计）增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债 50.25 亿元，较上年底增长 11.05%，主要由应付账款（占 23.33%）、预收款项（占 47.63%）和其他应付款（合计）（占 18.50%）构成。

2016—2018 年，公司应付账款分别为 10.85 亿元、12.83 亿元和 11.72 亿元，小幅波动增长，年均复合增长 3.94%，主要为应付货款。

2016—2018 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 48.51%，主要系空分设备订单量增长所致。截至 2018 年底，公司预收款项 23.93 亿元，较上年底增长 34.44%，全部为预收货款。

2016—2018 年，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 133.19%。截至 2017 年底，公司其他应付款（合计）1.59 亿元，较上年底下降 7.03%。截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）9.30 亿元，较上年底大幅增加 7.71 亿元，主要系应付股权转让款增加所致。

2016—2018 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 5.80%，主要系长期借款波动所致。

截至2018年底，公司非流动负债合计21.08亿元，较上年底增长16.38%，主要由长期借款（占33.26%）、应付债券（占47.45%）和递延收益（占17.71%）构成。

2016—2018年，公司长期借款波动下降，年均复合下降11.60%，主要系融资需求变动所致。截至2017年底，公司长期借款3.83亿元，较上年底下降57.30%。截至2018年底，公司长期借款7.01亿元，较上年底增长83.03%，主要系公司融资需求增长及优化债务结构所致；其中，质押借款、保证借款和信用借款占比分别为19.12%、23.82%和57.06%。公司长期借款将于2020年到期的有2.83亿元，将于2021年到期的有2.84亿元，将于2022年到期的有0.85亿元，其余将在2023年及以后到期，公司长期借款期限分布较为均匀，集中偿付压力不大。

2016—2018年，公司应付债券规模保持稳定，均为10.00亿元，全部为杭氧股份所发行债券，2020年和2021年到期规模均为5亿元。

表8 截至2018年底公司应付债券明细（单位：亿元）

债券简称	起息日	到期日	期限	债券余额
15 杭氧 MTN001	2015/7/29	2020/7/29	5 年	5.00
16 杭氧 PPN001	2016/4/22	2021/4/22	5 年	1.00
16 杭氧 PPN002	2016/4/22	2021/4/22	5 年	1.00
16 杭氧 PPN003	2016/4/22	2021/4/22	5 年	1.00
16 杭氧 PPN004	2016/9/8	2021/9/8	5 年	2.00
合计	--	--	--	10.00

资料来源：联合评级根据公开资料整理

2016—2018年，公司递延收益逐年下降，年均复合下降5.90%，主要系公司与资产相关的拆迁补偿款逐年确认为损益所致。截至2018年底，公司递延收益3.73亿元，较上年底下降5.54%，拆迁补偿款和政府补助占比分别为70.01%和29.99%。

2016—2018年，公司全部债务规模逐年下降，年均复合下降19.53%，主要系短期债务下降所致。截至2018年底，公司全部债务20.01亿元，较上年底下降18.89%；其中短期债务占15.00%，长期债务占85.00%，以长期债务为主。从债务指标看，2016—2018年，公司资产负债率分别为47.41%、43.47%和41.57%，全部债务资本化比率分别为31.19%、23.04%和16.64%，均呈逐年下降态势；长期债务资本化比率分别为21.76%、14.37%和14.51%，呈波动下降趋势。整体看，公司债务负担较轻。

截至2019年9月底，公司负债总额79.14亿元，较上年底增长10.95%，流动负债和非流动负债占比分别为80.61%和19.39%，流动负债占比进一步上升。截至2019年9月底，公司全部债务25.01亿元，较上年底增长24.95%，其中短期债务和长期债务占比分别为54.49%和45.51%，短期债务占比明显上升，主要系“15 杭氧 MTN001”将于2020年7月到期，转入一年内到期的非流动负债所致；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40.62%、17.77%和8.95%。

（2）所有者权益

近年来，公司所有者权益规模逐年增长，股本占比较高，所有者权益稳定性较强。

2016—2018年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长21.24%。截至2018年底，公司所有者权益合计100.24亿元，较上年底增长21.67%；其中归属于母公司所有者权益67.79亿元，占所有者权益的67.62%⁹。

⁹ 由于使用备考合并财务报表，公司所有者权益仅按“归属于母公司所有者权益”和“少数股东权益”列示，未区分“股本”“资本公积”“其他综合收益”“盈余公积”和“未分配利润”等报表项目。

截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益 115.71 亿元，较上年底增长 15.42%；其中归属于母公司所有者权益 80.34 亿元，占所有者权益的 69.43%。归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润占比分别为 73.69%、8.20%和 18.10%。

4. 盈利能力

近年来，随着经营规模扩大，公司收入规模持续增长，盈利能力有所提高；投资收益可持续性较强，对利润形成有益补充。

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 49.92 亿元、64.79 亿元和 82.35 亿元，年均复合增长 28.44%，主要系空分设备和工业气体业务规模扩大所致；同期，公司营业成本分别为 42.93 亿元、51.12 亿元和 63.82 亿元，年均复合增长 21.93%。2016—2018 年，公司净利润逐年增长，分别为 3.66 亿元、7.03 亿元和 11.11 亿元，年均复合增长 74.29%。

从期间费用看，2016—2018 年，受业务规模增长影响，公司期间费用呈逐年增长趋势，年均复合增长 8.54%。2018 年，公司费用总额 8.94 亿元，较上年增长 17.07%；其中，销售费用 1.23 亿元，较上年增长 3.73%；管理费用 4.76 亿元，较上年增长 17.87%，主要系职工薪酬增长所致；研发费用 2.11 亿元，较上年增长 53.11%，主要系研发人员工资和直接材料费增长所致；财务费用 0.84 亿元，较上年下降 18.67%，主要系融资规模下降所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 15.21%、11.79%和 10.86%，费用控制能力逐年提升。

2016—2018 年，公司分别实现投资收益 3.04 亿元、3.21 亿元和 3.43 亿元，年均复合增长 6.25%，主要为权益法核算的长期股权投资收益，其中 2018 年因持有华东医药而确认的投资收益为 3.73 亿元。近年来华东医药经营状况良好，投资收益可持续性较强。2016 年，公司实现营业外收入 4.96 亿元，其中拆迁补偿 4.33 亿元，政府补助 0.32 亿元。2017—2018 年，公司分别实现其他收益 0.71 亿元和 0.59 亿元，主要为与科研项目对应的政府补助，可持续性较强，但对利润总额贡献较小。

从盈利指标¹⁰来看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 13.03%、20.02%和 21.74%；2017—2018 年，总资本收益率分别为 7.94%和 10.70%，总资产报酬率分别为 7.09%和 8.81%，净资产收益率分别为 9.33%和 12.16%，公司盈利能力有所提高。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 74.44 亿元，营业利润 12.48 亿元，净利润 10.95 亿元。

5. 现金流

近年来公司经营性现金流状况较好，基本可以满足投资活动现金需求，对外融资需求一般。

从经营活动现金流看，2016—2018 年，公司经营活动现金流入量分别为 25.57 亿元、37.17 亿元和 55.09 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 46.77%，主要系销售收入及回款增加所致。2016—2018 年，公司经营活动现金流出量分别为 23.04 亿元、30.86 亿元和 39.67 亿元，年均复合增长 31.23%，主要系随着公司销售规模逐渐增大，购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额均呈净流入状态，分别为 2.54 亿元、6.31 亿元和 15.42 亿元，年均复合增长 146.56%。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司的现金收入比分别为 48.99%、55.44%和 64.28%，现金收入比较低，主要系公司与客户采用票据结算较多所致。

从投资活动情况来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入量分别为 26.77 亿元、38.10 亿元和 47.32 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 32.95%，主要系公司购买的理财产品到期赎回增加所致。2016—2018 年，公司投资活动现金流出量分别为 25.68 亿元、46.22 亿元和 51.42 亿元，年均复合增长

¹⁰ 由于公司未提供 2015 年财务数据，2016 年部分盈利能力指标无法计算。

41.51%，主要系公司支付对杭州联合农商行的投资款以及购买理财产品支付的现金增加所致。受上述因素影响，2016—2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为1.09亿元、-8.12亿元和-4.10亿元。

从筹资活动情况来看，2016—2018年，公司筹资活动现金流入量分别为15.96亿元、14.44亿元和16.07亿元，年均复合增长0.34%，基本保持稳定；筹资活动现金流出分别为11.41亿元、16.07亿元和15.54亿元，呈波动增长趋势，年均复合下降16.71%，主要系公司偿还债务支付的现金变动所致。受上述因素影响，2016—2018年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为4.55亿元、-1.63亿元和0.53亿元。

2019年1—9月，公司经营活动产生的现金流量净额14.09亿元，投资活动产生的现金流量净额-5.39亿元，筹资活动产生的现金流量净额3.22亿元。

6. 偿债能力

公司利润对债务本息的保护程度高，间接融资渠道畅通，过往履约记录良好，并考虑到公司在行业地位、经营规模以及政府支持等方面具有的明显优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2016—2018年，公司流动比率分别为1.62倍、1.73倍和1.72倍，速动比率分别为1.33倍、1.36倍和1.33倍，流动资产对流动负债的保护程度尚可。2016—2018年，公司现金短期债务比分别为1.83倍、2.53倍和12.24倍，现金类资产对短期债务覆盖能力强。整体看，公司短期偿债能力很强。

2016—2018年，公司利润总额分别为4.09亿元、8.61亿元和12.91亿元，呈逐年增长趋势，分别为当年全部债务的0.13倍、0.35倍和0.65倍，分别为当年利息支出的2.96倍、6.94倍和11.97倍，利润总额对全部债务和利息的保障能力较强。

截至2019年9月底，公司获得银行授信总额合计173.80亿元，其中未使用额度156.58亿元，公司间接融资渠道畅通；下属上市公司具备直接融资渠道。

截至2019年9月底，公司对外担保余额43.75亿元，占当期净资产的37.82%，对外担保比率高。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。未来若被担保公司经营不善，公司可能面临一定的或有负债风险。

表9 截至2019年9月底公司对外担保情况（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	中国（杭州）青春宝集团有限公司	4,000.00
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	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	300,000.00
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
杭州制氧机集团有限公司	杭州奥体博览中心建设投资有限公司	31,727.50
杭州制氧机集团股份有限公司	安徽昊源化工集团有限公司	5,850.00
杭州杭氧和院房产开发有限公司	商品房购房人	3,094.70
合计	--	437,547.20

资料来源：公司提供

截至2019年9月底，公司无作为被告人的重大未决诉讼事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(机构信用代码:G10330103103691407),截至2020年1月3日,公司本部已结清和未结清贷款记录中无不良类、违约类贷款。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至2019年9月底,公司全部债务合计25.01亿元,本期拟发行债券规模为不超过20.00亿元,相对于目前公司债务规模,本期发债规模较大,对公司债务水平影响很大。

以公司2019年9月底财务数据为基础,假设本期债券(20.00亿元)发行后,在其它因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为21.33%、28.00%和46.14%,分别较发行前上升12.38个百分点、10.23个百分点和5.53个百分点,债务负担明显加重,但仍属较轻。考虑到本期债券募集资金中部分将用于偿还公司各项债务,实际债务指标较测算值会有所下降。

2. 本期公司债券偿还能力分析

以2018年的相关财务数据为基础,公司2018年经营活动产生的现金流入量为55.09亿元,经营活动现金流量净额为15.42亿元,分别为本期公司债券发行额度(20.00亿元)的2.75倍和0.77倍,经营性现金流对本期债券覆盖程度高。

综合以上因素,并考虑到公司在行业地位、技术研发水平以及政府支持等方面具有明显优势,联合评级认为,公司对本期债券的偿还能力很强。

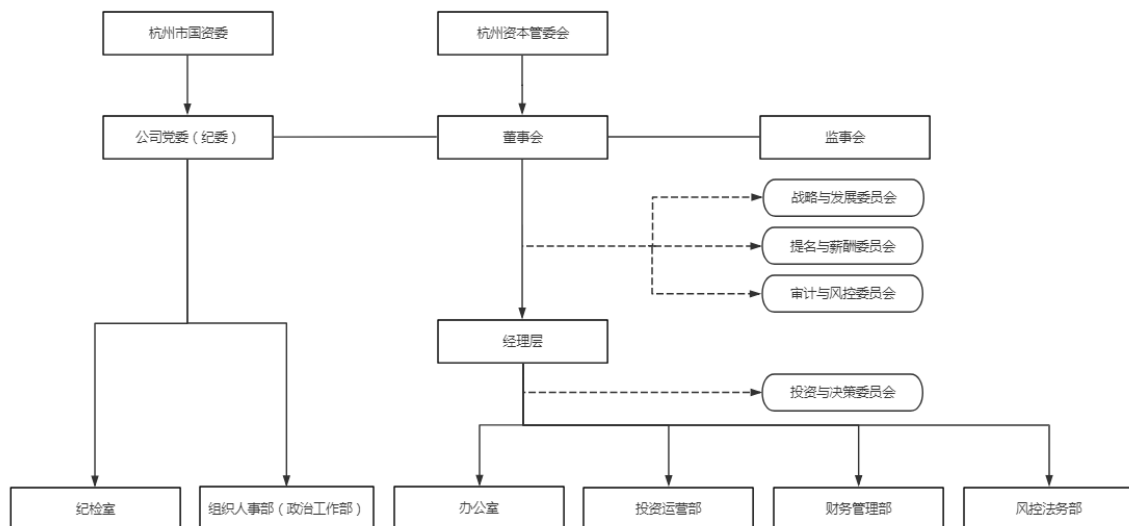
九、综合评价

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的空分设备制造和工业气体生产能力已达到国内领先水平,在行业地位、技术水平、在手订单等方面具有综合竞争优势。近年来,公司主营业务收入与毛利润逐年增长,并通过持有华东医药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,现场供气业务前期投资规模较大且面临因客户违约而带来的投资损失以及公司所投资基金回收期长,对外担保比率高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良好,联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 截至 2019 年 9 月底杭州市国有资本投资运营有限公司 组织结构图



附件 2 杭州市国有资本投资运营有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	129.67	145.75	171.57	194.84
所有者权益（亿元）	68.20	82.39	100.24	115.71
短期债务（亿元）	11.94	10.84	3.00	13.63
长期债务（亿元）	18.97	13.83	17.01	11.38
全部债务（亿元）	30.91	24.67	20.01	25.01
营业收入（亿元）	49.92	64.79	82.35	74.44
净利润（亿元）	3.66	7.03	11.11	10.95
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	2.54	6.31	15.42	14.09
应收账款周转次数（次）	--	3.01	3.72	--
存货周转次数（次）	--	3.51	3.37	--
总资产周转次数（次）	--	0.47	0.52	0.41
现金收入比率（%）	48.99	55.44	63.82	91.49
总资本收益率（%）	--	7.94	10.70	--
总资产报酬率（%）	--	7.09	8.81	--
净资产收益率（%）	--	9.33	12.16	10.14
营业利润率（%）	13.03	20.02	21.74	17.00
费用收入比（%）	15.21	11.79	10.86	8.29
资产负债率（%）	47.41	43.47	41.57	40.62
全部债务资本化比率（%）	31.19	23.04	16.64	17.77
长期债务资本化比率（%）	21.76	14.37	14.51	8.95
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	--	--	--
流动比率（倍）	1.62	1.73	1.72	1.56
速动比率（倍）	1.33	1.36	1.33	1.17
现金短期债务比（倍）	1.83	2.53	12.24	3.18
经营现金流动负债比率（%）	6.72	13.95	30.68	22.09
EBITDA/本期发债额度（倍）	--	--	--	--

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 2016-2018 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及 2015 年财务数据，部分财务指标无法计算；4. 2019 年 1-9 月公司财务报表数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 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) / 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 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）跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年杭州市国有资本投资运营有限公司年报公告后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

杭州市国有资本投资运营有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。杭州市国有资本投资运营有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注杭州市国有资本投资运营有限公司的相关状况，如发现杭州市国有资本投资运营有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如杭州市国有资本投资运营有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至杭州市国有资本投资运营有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送杭州市国有资本投资运营有限公司、监管部门等。

