

# 杭州市实业投资集团有限公司 2015 年公司债券 (第一期、第二期) 跟踪评级报告 (2020)

---

项目负责人：李龙泉 [lqli@ccxi.com.cn](mailto:lqli@ccxi.com.cn)

项目组成员：马蕙桐 [htma01@ccxi.com.cn](mailto:htma01@ccxi.com.cn)

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 29 日

## 声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与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；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。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，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本信用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，也不能作为使用人购买、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（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

# 信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 2112 号

## 杭州市实业投资集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“15 杭实 01”和“15 杭实 02”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月二十九日

**评级观点：**中诚信国际维持杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭实集团”或公司）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 杭实 01”和“15 杭实 02”的信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了杭州市区域经济持续向好发展、公司投资工业企业资产质量良好，股权投资收益系公司利润重要补充以及大宗商品贸易业务迅速扩张，成为公司收入的重要来源等方面的优势对公司整体信用实力提供的有力支持。同时，中诚信国际关注到公司主营业务受市场行情影响较大以及公司财务杠杆升高，面临一定短期偿债压力等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

#### 概况数据

杭实集团（合并口径）	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产（亿元）	544.90	591.30	557.36	661.40
所有者权益合计（亿元）	195.19	217.55	174.73	170.91
总债务（亿元）	185.87	185.39	221.15	298.30
营业总收入（亿元）	381.76	550.52	1,334.33	247.71
净利润（亿元）	15.82	18.63	23.14	4.43
EBITDA（亿元）	41.86	45.93	54.98	-
经营活动净现金流（亿元）	13.02	44.22	69.25	-24.76
资产负债率(%)	64.18	63.21	68.65	74.16
杭实集团（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.Q1
总资产（亿元）	206.46	227.03	234.78	237.93
所有者权益合计（亿元）	103.65	114.86	115.68	112.67
总债务（亿元）	63.39	55.40	65.67	66.42
营业总收入（亿元）	4.64	6.02	5.80	0.49
净利润（亿元）	9.51	13.60	10.06	0.51
EBITDA（亿元）	-	-	23.11	-
经营活动净现金流（亿元）	8.03	12.77	11.81	0.09
资产负债率(%)	49.80	49.41	50.73	52.65

注：1、中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 200 年一季度未经审计的财务报表整理；2、将公司计入其他流动负债、其他应付款中的有息负债部分调整至短期债务，将长期应付款科目中有息负债部分调整至长期债务。

#### 正面

■ **区域经济持续向好发展。**2019 年以来，杭州市经济结构持续优化，经济发展质量和效益不断提高，为公司的业务发展提供了良好的外部环境。

■ **工业企业资产质量良好，股权投资收益系公司利润重要补充。**作为杭州市国有资产运营的重要载体，公司管理杭州市化工及轻工类工业企业，地位突出；持股企业资产质量优良，所贡献投资收益保持一定规模，系公司利润重要补充。

#### 同行业比较

2019 年部分同区域企业主要指标对比表

公司名称	资产总额（亿元）	所有者权益合计（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入(亿元)	净利润（亿元）
杭金投集团	560.13	201.49	64.03	176.98	17.91
杭实集团	557.36	174.73	68.65	1,334.33	23.14

注：“杭金投集团”为“杭州市金融投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

#### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期
15 杭实 01	AAA	AAA	15.00	15.00	2015/09/09~2025/09/09
15 杭实 02	AAA	AAA	10.00	10.00	2015/09/17~2025/09/17

注：债券余额为截至本报告出具日余额金额

资料来源：中诚信国际整理

#### ■ 大宗商品贸易业务迅速扩张，成为公司收入的重要来源。

2019 年 2 月，公司受让杭州汽轮投资股份有限公司（以下简称“汽轮投资”）51% 股权，将汽轮投资与其子公司杭州热联集团股份有限公司（以下简称“热联集团”）纳入合并报表范围，带动其现有大宗商品贸易业务规模大幅增长，并成为公司收入的重要来源。

#### 关注

■ **主营业务受市场行情影响较大。**自 2020 年 3 月起，热联集团纳入公司合并范围后，大宗商品销售和家电等其他商品销售收入成为公司营业收入主要来源，主营业务板块受市场行情、贸易政策以及汇率波动等影响较大，中诚信国际将对公司重点板块运营和盈利情况保持关注。

■ **财务杠杆升高，面临一定短期偿债压力。**大宗商品贸易的业务性质及合并范围的调整等使得公司短期债务规模快速增长，财务杠杆升高。截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率增至 74.16%。同期末，短期债务规模增至 270.82 亿元，货币资金/短期债务为 0.31 倍，公司面临一定短期偿债压力。

#### 评级展望

中诚信国际认为，杭州市实业投资集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**受行业影响，大宗商品价格超预期下行，大幅侵蚀利润水平；公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

## 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存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“15 杭实 01”募集资金 15.00 亿元，募集资金用途为偿还公司本部的短期融资券“14 杭工投 CP002”。截至 2019 年末，募集资金已全部使用完毕，募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致，且符合国家规定。

“15 杭实 02”募集资金 10.00 亿元，募集资金用途为偿还公司债务和补充流动资金。截至 2019 年末，募集资金已全部使用完毕，募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致，且符合国家规定。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较去年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业

生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

**宏观风险：**虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

**宏观政策：**在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市

场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

**宏观展望：**尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在2020年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

**中诚信国际认为，**虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

## 近期关注

### 2019年杭州市经济实力继续在浙江省城市中GDP排名第一，整个区域环境良好，金融业发展稳健，财政实力也随着经济的增长呈现良性增长态势

杭州市经济实力始终属于全国前列，是中国经济最发达的地区之一。近年来，杭州市经济总体保持稳中有增的发展态势，经济实力不断增强。2019年杭州市地区生产总值15,373亿元，比上年增长6.8%，其中第一产业增加值326亿元，第二产业增加值4,875亿元，第三产业增加值10,172亿元，分别增长1.9%、5.0%和8.0%。三次产业结构由2.3：33.8：63.9调整为2.1：31.7：66.2，全市人均地区生产总值达15,2465元。数字经济

持续引领，数字经济核心产业增加值3,795亿元，增长15.1%，高于GDP增速8.3个百分点，占GDP的24.7%。数字内容、软件与信息服务和电子商务分别增长16.3%、15.7%和14.6%。

图1：2015~2019年杭州市GDP及其增长情况



资料来源：杭州市统计公报，中诚信国际整理

2019年全年工业增加值4,288亿元，增长5.3%，其中规模以上工业增加值3,531亿元，增长5.1%。规模以上工业中高新技术产业、战略性新兴产业、装备制造业增加值分别增长8.5%、13.1%和7.8%，占规模以上工业的61.7%、37.6%和46.5%；八大高耗能行业增加值占比23.6%，下降0.3个百分点。出口交货值1,914亿元，增长0.3%，新产品产值率42.8%，工业产品产销率为98.5%。规模以上工业企业实现利润1,087亿元，增长10.7%。规上工业全员劳动生产率35.2万元/人，比上年增长8.7%；规上工业单位增加值能耗下降7.2%，降幅比上年扩大1.3个百分点。

2019年固定资产投资增长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%。从产业投向看，第二产业投资增长6.2%，其中工业投资增长5.6%；第三产业投资增长12.2%。全年固定资产投资增长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%。从产业投向看，第二产业投资增长6.2%，其中工业投资增长5.6%；第三产业投资增长12.2%。

近年来，杭州市大力发展数字经济。2019年核心产业增加值3,795亿元，增长15.1%，高于

GDP 增速 8.3 个百分点，占 GDP 的 24.7%。数字内容、软件与信息服务和电子商务分别增长 16.3%、15.7%和 14.6%。

贸易方面，2019 年杭州市国内贸易全年批发和零售业增加值 1,225 亿元，增长 3.3%；住宿和餐饮业增加值 234 亿元，增长 4.0%；对外贸易方面，全年货物进出口总额 5597 亿元，增长 6.7%，其中出口 3,613 亿元，增长 5.7%，进口 1,984 亿元，增长 8.5%。高新技术产品出口 569 亿元，增长 9.7%，机电产品出口 1,550 亿元，增长 6.1%。对“一带一路”沿线国家出口 1,177 亿元，占出口总额 32.6%。服务贸易出口 124.9 亿美元，增长 19.0%。同时，电商业务持续发展，2019 年全年跨境电商进出口总额 952.1 亿元，增长 28.8%，其中出口 658.8 亿元，进口 293.3 亿元，分别增长 26.4%和 34.6%。

受经济发展推动，杭州市财政实力继续增强。2019 年杭州市实现全年财政总收入 3,650.0 亿元，一般公共预算收入 1,966.0 亿元，分别增长 5.6%和 7.7%。其中税收收入 1,791.2 亿元，增长 8.5%，占一般公共预算收入的 91.1%，保持全国副省级城市首位。一般公共预算支出 1,952.9 亿元，增长 13.7%，其中民生支出 1,535.3 亿元，增长 15.2%，占一般公共预算支出的 78.6%。

表 1：杭州市 2017~2019 年主要财政收支指标（亿元）

项目	2017	2018	2019
一般公共预算收入	1,567.42	1,825.06	1,966.00
其中：税收收入	1,417.16	1,651.21	1,791.20
政府性基金收入	1,170.40	1,363.70	1,283.95
一般公共预算支出	1,540.92	1,717.08	1,952.90
政府性基金支出	1,137.11	951.98	976.44
财政平衡率	101.72%	106.29%	100.67%

资料来源：公开数据，中诚信国际整理

### 2019 年 10 月起中策橡胶不再纳入公司合并报表范围，但公司对中策橡胶持股比例不变，未来仍可获得一定投资收益

公司轮胎制造业务经营实体为全资子公司杭州橡胶集团有限公司（以下简称“杭橡集团”），其下属从事轮胎及橡胶制品生产的工业企业主要为中策橡胶。2019 年 1~9 月，公司实现轮胎等橡胶制品收入 210.75 亿元，其中，中策橡胶系公司轮胎制造业务收入和利润的主要贡献单位。

中策橡胶系目前国内最大的轮胎生产企业，轮胎技术和生产能力在国内处于领先地位。截至 2018 年末，已形成年产各类轮胎 14,632 万套的生产能力，其中年产 1,964 万条全钢子午线轮胎，年产 3,725 万条半钢子午线轮胎，斜交轮胎 399 万套、自行车和摩托车胎 8,456 万套、力车胎 88 万套，轮胎技术和生产能力在中国处于领先地位。2019 年 1~9 月，中策橡胶各类橡胶轮胎产品实现销售 11,373 万条，同期，销售收入 202.65 亿元。

表 2：2017~2018 年及 2019 年 1~9 月中策橡胶主要橡胶轮胎产品销售情况（万条、亿元）

产品名称	2017		2018		2019.1~9	
	销售数量	销售收入	销售数量	销售收入	销售数量	销售收入
全钢子午胎	1,698	141.50	1,834	148.04	1,464	112.15
半钢子午胎	3,186	56.70	3,549	62.79	3,159	54.28
斜交胎	402	23.20	410	24.61	296	16.80
摩托车及自行车胎	8,998	24.53	--	--	--	--
力车胎	99	0.61	--	--	--	--
车胎	--	--	8,121	25.31	6,454	19.42
合计	14,383	246.54	13,914	260.75	11,373	202.65

注：自 2018 年起，公司将摩托车胎、自行车胎和力车胎等合并为车胎统计。

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，杭橡集团对中策橡胶持股 25%、杭州市金融投资集团有限公司（以下简称“杭金投集团”）对其持股 15%、中国轮胎企业

有限公司和联合体分别对其持股 21.1996%和 38.8004%。为保持对中策橡胶的实际控制，杭橡集团与杭金投集团于 2014 年签订了《股东一致行

动人协议》，联合体承诺不得与其他股东形成一致行动人，杭橡集团保有中策橡胶 40% 股东表决权和相对控股权，中策橡胶纳入杭橡集团合并报表范围。2019 年 6 月 6 日，公司发布了《杭州市实业投资集团有限公司关于子公司控制权变更的提示性公告》（以下简称“《公告 1》”）。《公告 1》披露，中策橡胶的 8 名股东与杭州中策海潮企业管理有限公司（以下简称“中策海潮”）和上海彤中企业管理有限公司签署了《支付现金购买资产意向协议》。根据《支付现金购买资产意向协议》，若交易完成后，中策海潮将受让中策橡胶合计 46.9489% 股权并成为中策橡胶第一大股东，中策橡胶将由中策海潮合并报表，公司持有的中策橡胶的股权比例不变，但不再合并其会计报表，公司对中策橡胶的长期股权投资将改按权益法核算。2019 年 11 月 5 日，公司发布《杭州市实业投资集团有限公司关于子公司控制权变更完成工商变更登记的公告》（以下简称“《公告 2》”）。根据《公告 2》，中策橡胶控制权发生变更，中策海潮成为中策橡胶第一大股东，并于 2019 年 10 月 21 日完成相关工商变更登记，故自 2019 年 10 月起，公

司将不再合并中策橡胶的会计报表。

### 宏观经济下行及行业竞争激烈致使公司家电产品产销量持续承压，2019 年公司家电产品销售量和销售收入均有所下降，中诚信国际将持续关注公司家电业务未来发展情况

公司家电制造业务主要经营实体为杭州金鱼电器集团有限公司（以下简称“金鱼集团”），金鱼集团是一家以生产、销售家用洗衣机为主，兼营其他家电产品的综合性大型国有企业，其家电销售收入主要来源于洗衣机产品销售。金鱼集团洗衣机产品主要包括全自动波轮洗衣机、全自动滚筒洗衣机、双筒洗衣机和迷你洗衣机等。

生产情况来看，2019 年金鱼集团洗衣机产量为 251.54 万台，较上年减少 14.32%；销售情况来看，2019 年公司家电制造业务实现收入 42.12 亿元，主要由金鱼集团的洗衣机销售贡献，受市场竞争加剧影响，较上年下降 21.06%。同期，金鱼集团洗衣机销量为 251.89 万台，较上年减少 14.64%。

表 3：2017~2019 年及 2020 年 1~3 月金鱼集团洗衣机产能利用情况（万台、%）

产品	2017		2018		2019		2020.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
全自动波轮	209.49	215.31	206.06	206.23	180.26	180.61	28.85	28.36
全自动滚筒	72.85	76.71	83.35	84.48	66.63	66.63	6.23	7.55
双筒洗衣机	7.03	2.24	1.25	1.41	1.00	1.00	0.21	0.15
迷你洗衣机及其他	2.43	2.45	2.93	2.96	3.65	3.65	0.57	0.63
合计	291.80	296.71	293.59	295.08	251.54	251.89	35.86	36.69

资料来源：公司提供

金鱼集团旗下主要在售品牌为中日合资品牌“松下”家电<sup>1</sup>和自主品牌“金松”家电，近年来，公司自主品牌“金松”约占公司洗衣机产销总量 5%，而“松下”品牌占比约 95%。销售模式和分布来看，公司主要采用代理和直销两种模式进行销售，“松下”品牌约 20% 外销，主要出口到日本，少数销往香港、东南亚等市场；其余

80% 左右的“松下”品牌和“金松”品牌产品主要针对省会城市、直辖市及地级市等一、二级市场销售。为顺应市场变化，近年来，公司亦积极拓展电商业务，并开设优选智慧家居家电解决方案平台——悦享家，开辟线上多元化营销模式。

上下游客户情况来看，公司主要供应商包括福然德股份有限公司和杭州松下家用电器有限公司等，2019 年公司从前五大供应商采购的金额为 21.81 亿元，占当年家电业务总成本的 65.16%。

下游客户方面，2019 年，公司主要的下游客户包

<sup>1</sup> 金鱼集团参股公司杭州松下家用电器有限公司（金鱼集团对其持股比例为 49%）为中日合资企业，系松下电器海外最大的洗衣机生产基地，以生产销售“松下”牌洗衣机为主，年洗衣机生产能力达 500 万台，系金鱼集团主要的供货商和下游客户之一。

括杭州松下家用电器有限公司、北京京东世纪贸易有限公司和苏宁易购集团股份有限公司苏宁采购中心等，前五大客户贡献收入占同期家电板块收入的 32.48%。结算方式来看，公司与原材料供应商主要通过支票、承兑汇票和电汇等方式进行结算，其主要原材料供用商的账期约为 3 个月；公司与下游客户主要通过支票和承兑汇票等方式进行结算，主要客户账期约为 1 个月，应收账款回收情况良好。

研发方面来看，金鱼集团近年来持续加大研发力度，主要的研发项目包括洗衣机生产线自动化水平提升技术改造项目、多元化机器换人自动化技术改造项目、洗衣机部品加工设备自动化技术改造项目和基于互联网的家用电器个性化定制项目等，总投入近 3 亿元。2019 年，金鱼集团以移动互联智能集成技术为依托，获得国内首张电子商务认证证书，启动传统家电向智能化家居产品升级的新进程。

### 2019 年，热联集团纳入合并范围影响，公司大宗商品销售业务收入大幅增长，同时由于热联集团的并表造成的大额新增对外担保值得关注

公司大宗商品贸易业务原主要经营实体为子公司杭实国贸投资（杭州）有限公司（以下简称“杭实国贸”）和鸿元国际（香港）有限公司<sup>2</sup>，前者主要经营范围为非钢领域大宗贸易（以焦煤、钢等为主），后者为家用电器的外贸业务，收入规模相对较小。

2019 年 4 月 8 日，公司发布了《杭州市实业投资集团有限公司重大资产重组的公告》（以下简称“《重大资产重组公告》”），《重大资产重组公告》披露，根据杭州市国资委对市属国有企业统一规划布局，拟采用分步实施的方式，先后将杭州汽轮动力集团有限公司（以下简称“杭汽轮集团”）直接持有的杭州汽轮投资股份有限公司（以下简

称“汽轮投资”）<sup>3</sup>51%股权及杭汽轮集团直接持有的热联集团 25.5%股权无偿划转至杭州资本，然后杭州资本将汽轮投资 51%股权协议转让给公司，转让后汽轮投资和其子公司热联集团将纳入公司的合并范围（汽轮投资持有热联集团 50%股份，热联集团为汽轮投资控股子公司）。公司与杭州资本于 2019 年 2 月 15 日签订股权转让协议，协议转让杭州资本持有的汽轮投资 51%的股权，股权转让价款为 63,599,785.93 元，划转基准日定于 2018 年 12 月 31 日。相关工商变更手续已于 2019 年 2 月底完成，2019 年 3 月热联集团并入公司合并范围内。自此，热联集团成为公司大宗商品贸易最重要的运营主体之一。

截至 2019 年末，汽轮投资总资产 162.70 亿元，净资产 22.80 亿元；2019 年实现营业收入 797.39 亿元，净利润 3.97 亿元。汽轮投资所从事的贸易业务主要由其子公司热联集团运营，同期，热联集团实现营业收入 785.81 亿元，占汽轮投资合并口径营业收入的 98.55%；实现净利润 3.83 亿元，占汽轮投资合并口径净利润的 96.39%。

热联集团专业从事大宗商品供应链服务贸易，主要贸易品种包括钢材、原料（包括铁矿石、焦煤等）及有色金属等，业务覆盖全球 15 个国家和地区。截至 2019 年末，热联集团的网点建设遍布境内 25 个城市及海外 15 个国家与地区，在全球钢铁贸易行业，“热联”品牌具有较高知名度和较好商业信誉。业务模式方面，钢材以内贸为主，主要采取基差贸易和背对背<sup>4</sup>等的业务模式。原料类产品以矿砂为主，贸易类型包括进口、转口和内贸，原料主要从矿山公司采购，部分向贸易商采购。有色金属贸易品种以铜、镍为主，业务类型包括进口、转口和内贸，主要从国外冶炼厂和贸易商采购，进口主要为采取 CIF 或保税区仓库

<sup>3</sup> 汽轮投资于 2019 年 9 月 27 日更名为“杭州杭实热联投资股份有限公司”。

<sup>4</sup> 背对背模式即销售合同和采购合同的签订时间基本一致，签订销售合同时，基本已确定了采购企业及购货成本。货物一般由供货商舱底交货的方式，实物不入库。背对背模式的在钢材出口业务占全部出口业务总量的 90%以上。

<sup>2</sup> 鸿元国际（香港）有限公司成立于 2015 年，注册地为香港，主要经营家电产品的外贸业务，收入规模较小，2018 年 7 月变更为金鱼集团全资子公司。

交货方式、转口包括韩云提单或者境外 LME 注册库仓单交易。

2019 年，公司大宗商品贸易销售收入为 1,040.74 亿元，受热联集团纳入合并范围影响，较上年增长 377.42%，其中，热联集团的销售收

入占比约为 67%。2019 年，杭实国贸的进货量和销售量均为 866.23 万吨，较 2018 年增长约 13.6%；同期，热联集团的进货量和销售量均为 3,703.19 万吨，主要以钢材类和与原料类为主，受经营方式变化等原因影响，较 2018 年下降 24.53%。

表 4：2018~2019 年及 2020 年 1~3 月杭实国贸主要产品进货情况(万吨、亿元)

品种	2018		2019		2020.Q1	
	进货量	销售量	进货量	销售量	进货量	销售量
有色金属	20.13	20.00	45.32	45.32	8.98	8.98
化工类	203.89	207.37	572.75	572.75	63.17	63.17
工业类	335.99	345.57	106.91	106.91	1.78	1.78
农产品类	76.11	64.84	141.25	141.25	42.46	42.46
合计	636.12	637.80	866.23	866.23	116.39	116.39

资料来源：公司提供

表 5：2018 年及 2019 年 1~9 月热联集团主要产品销售情况(万吨、亿元)

品种	2018		2019		2020.Q1	
	进货量	销售量	进货量	销售量	进货量	销售量
有色金属	17.60	17.60	19.39	19.39	5.48	5.48
钢材	1,771.70	1,771.70	1,625.29	1,625.29	291.38	291.38
原料类产品	3,104.10	3,104.10	2,022.11	2,022.11	193.14	193.14
其他	13.70	13.70	36.40	36.40	5.69	5.69
合计	4,907.10	4,907.10	3,703.19	3,703.19	495.69	495.69

资料来源：公司提供

供应商方面，2019 年公司大宗商品贸易业务前五名供应商合计采购金额占当年大宗商品销售业务成本的比重约为 9%，供应商集中度较低。下游客户方面，2019 年公司大宗商品贸易业务前五名销售对象合计销售收入占同期贸易总收入的比重约为 5%，客户集中度较低。结算方式来看，热联集团和上下游客户均主要采用承兑汇票、信用证、电汇等结算方式，并在价格风险、预付款风险、库存及物流风险等方面建立完善的风险控制机制。

2019 年 4 月 8 日，公司发布《杭州市实业投资集团有限公司新增对外担保情况的公告》(以下简称“《新增对外担保公告》”)，根据《新增对外担保公告》，汽轮投资子公司热联集团在出表前系杭汽轮集团的重要资产，为保障杭汽轮集团投资者权益，根据杭州市国资委要求，公司于 2019 年 3 月 1 日签署《杭州市实业投资集团有限公司关于对杭州汽轮动力集团有限公司 30 亿元公司债券提供保证担保的担保函》和《杭州市实业投

资集团有限公司关于对杭州汽轮动力集团有限公司中期票据提供保证担保的担保函》(以下统称“《担保函》”)，同意对杭汽轮集团存续中的 12 亿元中期票据和 30 亿元公司债券提供全额无条件不可撤销连带责任担保，新增对外担保合计 42 亿元。同时，杭州资本同意为杭汽轮集团公开发行的上述 42 亿元债券和《担保函》下公司全部义务提供保证担保，为公司本次担保提供反担保。中诚信国际将对公司新增大额对外担保事宜持续关注。

**公司开发土地地理位置较好，能为公司带来一定的土地出让收益，但受土地出让进度影响，2019 年公司获得土地出让返还款金额较小，中诚信国际将持续关注未来还款情况**

公司利用下属企业搬迁的契机承担部分搬迁企业土地开发业务。根据中共杭州市委办公厅 2009 年 7 月 15 日市委机要[2009]33 号《关于工业发展有关问题的会议纪要》表述：杭州邦特油

墨股份合作公司、杭州永明树脂化学有限公司、杭州化学试剂有限公司、杭州红绿生源保健品有限公司、杭州新华集团有限公司扬伦分厂地块由市工投集团（即公司）负责做地，企业搬迁补偿按土地出让收益的 45%包干。

截至 2020 年 3 月末，公司已完成土地一级开发毛地面积约 1,911 亩，在开发面积约为 147 亩；公司开发后的地由土储中心通过招拍挂方式对外出让，截至 2020 年 3 月末，已经完成出让 1,131 亩，已出让土地主要为住宅及商业用地性质，平均出让价格约 1,977 万元/亩。截至 2020 年 3 月末，公司累计获得土地出让返还款 93.61 亿元，其中 2019 年获得土地出让返还款 0.49 亿元，较上年减少 96.06%，主要系土地出让进度影响。

截至 2020 年 3 月末，公司待出让的地块包括

表 6：截至 2020 年 3 月末公司待出让土地一级开发明细（万平方米、亿元）

地块名称	面积	计划总投资	已完成投资	预计招拍挂时间
蓝孔雀化纤股份有限公司地块（9 宗用地）	20.68	22.89	20.94	大部分出让，剩余一块商业地块已储备
庆隆单元 C2-10 地块、R21-08 地块	3.92	2.56	2.81	已储备
运河新城（拱墅区范围）B-R21-15 地块	4.38	2.47	2.64	已置换
庆隆小河单元 GS0304-R21-02	2.78	5.02	2.87	未出让
庆隆单元 GS0305-A1/R22-14、GS0305-B1/B2-17	1.81	0.82	0.89	未出让
西溪单元 FG09-C2-08 地块	1.47	1.03	0.97	未出让
祥符单元 GS0907-01、GS0907-05、GS0907-06 地块	3.05	6.02	3.40	未出让
华丰区块	60.92	61.16	39.87	未出让
合计	99.01	101.97	74.39	--

注：1、表内数据根据企业最新提供数据整理，土地面积为净地面积；2、已储备指完成做地待出让；3、运河新城（拱墅区范围）B-R21-15 地块已由拱墅区按公司投资的成本价格结算收回，公司投资已全额收回。  
资料来源：公司提供

公司房地产业务由杭州弘筑置业有限公司（以下简称“弘筑置业”）负责，拥有暂定房地产三级开发资质，随着原房地产业务运营主体子公司杭州新天地集团有限公司（以下简称“新天地集团”）混合所有制改革完成，公司不再将其纳入合并报表范围内，故除现存少量房地产项目外，公司不再从事房地产开发业务。

公司房地产开发项目为杭州弘筑置业有限公司的天城府 I、II 期项目，其中，天城府 I 期项目的总投资 12.52 亿元，已投资 12.17 亿元，可售面积 5.19 万平方米，截至 2020 年 3 月末已售面积 4.3 万平方米，其中 2019 年获得销售收入 0.39 亿

元；天城府 II 期项目的总投资 28.48 亿元，已投资 29.04 亿元，可售面积 13.19 万平方米，截至 2020 年 3 月末已售面积 11.81 万平方米，其中 2019 年获得销售收入 21.86 亿元。2019 年，公司房地产开发收入为 3.87 亿元，同比增长 475.54%，主要系天府城 II 期实现销售收入影响。

蓝孔雀化纤股份有限公司地块、庆隆单元 C2-10 地块、R21-08 地块等共 8 块，计划总投资 101.97 亿元，已投资 74.39 亿元。

2017 年 5 月，公司与杭州市拱墅区城中村改造工程指挥部签订《华丰区块整体开发合作协议书》，合作开展华丰区块内的全部征地拆迁、配套建设、回迁安置和土地整理工作，华丰区块用地面积约为 568.95 亩，预计总投资 122.32 亿元，主要系住宅及商业用地。华丰区块整体开发的所有资金支出，根据工作时序由双方各自承担 50%及时投入到位，华丰区块内经营性用地出让金返还作为整体开发收益，扣除开发成本后双方各负盈亏 50%。截至 2020 年 3 月末，华丰区开发任务中公司承担的部分已完成投资 39.87 亿元，该区块暂无土地出让。

**公司系杭州市国有资产运营的重要主体，公司持股企业资产质量较优，股权投资收益系公司利润重要补充，受中策橡胶转为权益法核算影响，2019 年投资收益有较明显增长，但同时制造业投资标的盈利及分红情况易受宏观经济及行业影响，存在一定不确定性**

## 股权投资业务

作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体，公司主要管理和投资杭州市化工、轻工和纺织等工业企业，随着股权投资业务的开展，公司持有有一定规模的优质股权，以工业企业为主。

2019年，公司获得投资收益25.24亿元，较上年增长49.14%，主要系2019年末，公司对中策橡胶转为权益法核算影响。

截至2019年末，公司纳入长期股权投资的重点参股企业8家，主要为制造业企业，和公司主要管理杭州市化工、轻工、纺织、轮胎橡胶等工业企业的历史沿革及资本营运平台功能定位较为契合，上述参股公司账面价值合计52.69亿元，并对公司持续贡献一定规模投资收益，2019年投资收益为7.14亿元。

表7：截至2019年末公司重点投资企业持股及投资收益情况

企业名称	业务类型	账面价值 (亿元)	持股比例 (%)	投资收益(亿元)		
				2017	2018	2019
杭华油墨股份有限公司	制造业	3.75	50.00	0.39	0.33	0.45
杭叉集团股份有限公司	制造业	7.02	20.10	0.95	1.10	1.30
财通基金管理有限公司	金融业	4.14	30.00	1.39	-0.07	0.21
杭州松下家用电器有限公司	制造业	4.68	49.00	0.63	0.84	0.57
杭州热电集团股份有限公司	制造业	2.48	22.50	0.36	0.34	0.46
杭州锅炉集团股份有限公司	制造业	4.11	13.59	0.56	0.33	0.50
杭州电化集团有限公司	制造业	1.69	28.45	0.48	0.82	0.88
中策橡胶集团有限公司	制造业	24.82	25.00	-	-	2.77
<b>合计</b>	--	<b>52.69</b>	--	<b>4.76</b>	<b>3.69</b>	<b>7.14</b>

注：1、杭华油墨股份有限公司为中日合资公司，公司、日本国株式会社 T&K TOKA 和杭州协丰投资管理合伙企业（有限合伙）对其持股比例分别为50.00%、46.67%和3.33%，由于公司未取得实质控制权，故未将其纳入合并报表范围内；2、中策橡胶2019年的投资收益为按照权益法调整后2019年全年金额。

资料来源：公司提供

近年来，公司参与培育优质股权标的上市工作，拟推动杭华油墨股份有限公司（以下简称“杭华油墨”）上市，未来或将为公司带来可观收益。杭华油墨系国内大型综合性油墨厂商，业绩长期处于行业前列，截至2019年末，杭华油墨注册资本2.40亿元，总资产12.15亿元，净资产8.77亿元，2019年实现经营收入10.08亿元，净利润0.91亿元，公司对其持股比例为50.00%。杭华油墨已于2020年4月30日向上海证券交易所报送了首次公开发行股票并在科创板上市的申报材料，上海证券交易所于2020年5月11日出具《关于受理杭华油墨股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请的通知》（上证科审（受理）（2020）76号）。2020年6月7日上海证券交易所科创板上市审核中心印发《关于杭华油墨股份有限公司首次公开发行股票并在科创板上市申请文件的审

核问询函》（上证科审（审核）（2020）313号），下达了首轮问询通知书，目前杭华油墨正在积极准备应对首轮问询的回复工作中，中诚信国际将对杭华油墨上市进度保持关注。

## 资本运营业务

公司资本运营业务主要包括基金管理与投资等业务，运营主体主要为子公司杭实股权投资基金管理（杭州）有限公司（以下简称“杭实基金”）。

杭实基金于2017年3月取得基金业协会私募基金管理人资格，主要通过收取基金管理费以及获得超额利润分成等形式盈利。截至2020年3月末，杭实基金在管基金已累计投放项目42个，投资总额49.77亿元；同期末，杭实基金在管投资金额合计30.71亿元，其中，2019年投放项目19个，投放资金16.56亿元。自成立以来，杭实

基金与摩根士丹利、上海赛领资本等机构建立战略合作关系，截至 2020 年 3 月末，杭实基金累计获得投资收益 3.81 亿元。

为加快杭州市重大项目建设和重点产业发展，杭州投资发展股权投资基金有限公司代表杭州市政府产业基金与公司共同出资设立杭州市工业产业股权投资基金有限公司(以下简称“工投基金”)，公司持股比例为 80.00%，工投基金系公司制基金，杭实基金系为其管理人。工投基金拟参与杭州市重大工业项目的投资，主要投资领域面向新一代信息技术及杭州市政府确定重点发展的产业项目。自成立以来，工投基金已先后对大和热磁大尺寸半导体硅片项目和士兰微 8 英寸集成电路扩产技改项目等一批重点项目开展尽调、投资方案设计和投资协议谈判等工作，截至 2020 年 3 月末，暂无项目落地。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经中汇会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2017~2018 年审计报告报告、经大华会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表均按照新会计准则编制，2017~2019 年财务数据均为审计报告期末数。

### 受热联集团纳入合并范围影响，2019 年公司营业收入大幅增长，但同时受热联集团业务性质影响，公司整体毛利率水平有所下降

2019 年公司实现营业收入 1,334.33 亿元，较上年增长 142.38%，主要系热联集团纳入公司合并范围内使得大宗商品销售收入大幅增长影响。同期，公司营业毛利率为 5.86%，同比下降 5.03 个百分点，主要系毛利率水平较低的大宗商品销售业务收入占比大幅上涨使得总体毛利率水平有所下滑影响。

分业务板块来看，受市场竞争加剧影响，2019 年家电等其他商品收入同比下降 21.06%至 42.12 亿元，同期由于公司家电消费趋势向高端化、智能化发展，企业的产销结构上增加了高端家电的比重，毛利率水平增加 7.93 个百分点至 20.53%；受热联集团纳入合并范围影响，2019 年大宗商品销售收入同比增长 377.42%至 1,040.74 亿元，同期毛利率增长 1.25 个百分点至 1.75%；受 2019 年 12 月天城府二期交房，公司于 2019 年确认了天城府二期大部分房屋销售收入影响，2019 年房地产开发收入同比增长 475.54%至 22.28 亿元，毛利率增加 11.57 个百分点至 34.34%。

表 8：近年来公司主要板块营业收入毛利率构成(亿元、%)

营业收入	2017	2018	2019	2020.3
轮胎等橡胶制品	252.48	267.44	209.34	-
家电等其他商品	43.67	53.36	42.12	4.61
大宗商品销售	71.92	217.99	1,040.74	227.99
房地产开发	7.81	3.87	22.28	-
其他	5.88	7.85	19.84	15.12
<b>合计</b>	<b>381.76</b>	<b>550.52</b>	<b>1,334.33</b>	<b>247.71</b>
毛利率	2017	2018	2019	2020.3
轮胎等橡胶制品	15.55	17.21	18.77	-
家电等其他商品	13.93	12.60	20.53	13.65
大宗商品销售	0.29	0.50	1.75	0.58
房地产开发	-1.66	22.77	34.34	-
其他	65.32	67.06	22.27	34.14
<b>合计</b>	<b>12.90</b>	<b>10.89</b>	<b>5.86</b>	<b>2.88</b>

注：1、由于 2019 年公司更换会计师事务所，将原计入家电等其他商品业务收入的金鱼集团非家电业务收入调整至其他收入中，因此 2019 年家电等其他商品收入有所减少、其他收入有所增加；2、2020 年 1 季度其他业务收入中包含同期房地产开发收入。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2019 年，公司期间费用支出为 68.58 亿元，同比增长 24.10%；同期，受营业收入大幅增长影响，期间费用收入占比下降 4.9 个百分点至 5.14%，公司期间费用控制能力较强。从构成来看，主要由销售费用、管理费用和财务费用构成。其中，受热联集团纳入合并范围影响，2019 年销售费用同比增长 56.82%至 37.69 亿元；受业务发展使得债务融资需求扩大影响，2019 年财务费用同比增长 9.57%至 11.68 亿元。

利润总额构成来看，2019 年，公司利润总额

为 29.20 亿元，同比增长 43.70%。公司利润总额主要由经营性业务利润、投资收益和资产减值损失构成。受营业收入增长等影响，2019 年经营性业务利润同比增长 32.58% 至 7.73 亿元；受公司对中策橡胶采取权益法核算影响，2019 年公司投资收益同比增长 49.14% 至 25.24 亿元；同期，资产减值损失下降 9.42% 至 -7.34 亿元。

表 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售费用	19.52	24.03	37.69	5.01
管理费用	19.40	12.16	11.23	1.40
研发费用	-	10.06	7.99	0.14
财务费用	2.24	9.01	11.68	2.09
期间费用合计	41.16	55.27	68.58	8.63
期间费用收入占比	10.78%	10.04%	5.14%	3.49%
经营性业务利润	8.38	5.83	7.73	-3.20
资产减值损失	0.22	-8.10	-7.34	-10.17
公允价值变动收益	0.11	-0.29	0.11	3.07
投资收益	10.72	16.93	25.24	14.62
利润总额	20.05	20.32	29.20	4.79

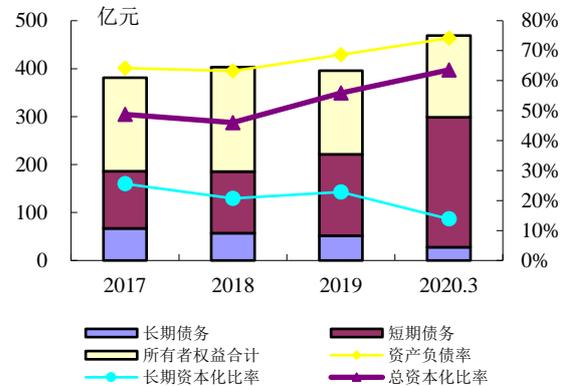
注：2017 年管理费用中包含同期研发费用。  
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 2019 年，受中策橡胶出表影响，公司资产规模有所缩小，受热联集团并表应付票据等负债大幅增长影响，财务杠杆比率有所提升，同时公司债务结构以短期债务为主，短期内面临一定偿债压力

受中策橡胶不再纳入公司合并范围内影响，公司资产规模有所缩小，2019 年末，公司资产总额为 557.36 亿元，同比下降 6.09%；同期末，总负债为 382.63 亿元，同比增长 2.38%。净资产方面，2019 年末，公司所有者权益为 174.73 亿元，同比下降 19.68%；同期末，公司资本公积为 10.57 亿元，同比下降 30.26%，主要系公司按账面价值 142,318,274.00 元无偿划转中国（杭州）青春宝集团有限公司 34% 国有股权至杭州市国有资本投资运营有限公司，以及以现金 2.6 亿元将中国（杭州）青春宝集团有限公司剥离资产中的部分资产解交至杭州市国有资本投资运营有限公司。财务杠杆方面，截至 2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 68.65% 和 55.86%。截至 2020 年 3 月末，公司总资产 661.40 亿元、所有者权益

170.91 亿元、资产负债率 74.16%、总资本化比率 63.58%。

图 2：公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主。2019 年末，公司流动资产为 370.29 亿元，占总资产的 66.44%，主要由货币资金、其他应收款、存货和其他流动资产构成。2019 年末，公司货币资金为 71.85 亿元，同比增长 47.66%，增长部分主要系热联集团并表后承兑汇票的保证金及利息增加，截至 2019 年末，受限货币资金 26.19 亿元；公司其他应收款主要系拆借资金，主要拆借对象包括杭州轻联投资集团有限公司和杭州拱墅华丰开发建设投资有限公司等，2019 年末为 77.47 亿元，同比增长 41.75%；2019 年末，公司存货为 94.75 亿元，同比下降 5.56%，其中开发成本减少 25.71 亿元，主要系房地产项目天府城二期销售完成影响；其他流动资产方面，2019 年末为 62.71 亿元，同比增长 3.59%，主要系公司购买的银行理财产品和信托产品等。

非流动资产方面，2019 年末，公司非流动资产为 187.07 亿元，主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成。2019 年末，公司可供出售金融资产为 63.81 亿元，同比增长 23.80%，主要系对杭州新天地集团有限公司、天津银行股份有限公司等公司的投资。2019 年末，长期股权投资为 70.89 亿元，同比增长 97.26%，主要系中策橡胶不并表后计入长期股权投资科目核算，报告期权益法下确认的投资损益为 19.34 亿元。

从负债结构来看，2019年末，公司流动负债为261.12亿元，占总负债的68.24%，主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项构成。同期末，短期借款为88.77亿元，主要系保证借款、信用借款、出口押汇和承兑汇票贴现，2019年末同比增长12.75%，主要系热联集团并表使得短期借款增加所致；2019年末，应付票据61.55亿元，较上年增长591.69%，受热联集团并表影响，银行承兑汇票大幅增长；同期末，应付账款27.01亿元，同比下降54.74%，主要系中策橡胶不再并表后应付账款减少所致；2019年末预收款项同比增长119.92%至41.37亿元，主要系热联集团并表是贸易业务的预收款项大幅增加所致。

2019年末，公司非流动负债为121.51亿元，主要由长期借款、应付债券和专项应付款。2019年末，公司长期借款为7.80亿元，同比下降71.94%，主要系中策橡胶出表使得长期借款大幅减少；2019年末，应付债券为39.79亿元，同比增长60.66%，主要系2019年发行“19杭实01”所致，“19杭实01”发行规模15.00亿元，发行利率4.09%，发行期间为2019年5月至2024年5月；2019年末，专项应付款为50.90亿元，同比增长34.92%，主要系做地项目款。

总债务方面，大宗商品贸易业务的开展公司对资金周转要求提高，且热联集团的并表致使应付票据规模大幅增长，致使公司短期债务规模迅速增长，截至2019年末，公司总债务为221.15亿元，同比增长19.29%；同期末，长短期债务比（短期债务/长期债务）为3.27倍，以短期债务为主，公司短期内面临一定偿债压力。截至2020年3月末，公司总债务298.30亿元，长短期债务比为9.86倍。

### 受热联集团纳入合并范围影响，公司经营活动净现金流有所增长，但同时短期内债务压力也有所增大

经营活动方面，2019年公司经营活动净现金

流增长56.60%至69.25亿元，主要系热联集团并表使大宗商品贸易经营性现金流入增加较多所致。

获现能力方面，2019年，公司EBITDA为54.98亿元，同比增长19.70%，主要由利润总额、折旧和财务性利息支出构成。偿债指标方面，2019年，公司总债务/EBITDA为4.02倍，EBITDA利息倍数为4.28倍，EBITDA对利息支出的覆盖能力有所减弱，偿债指标有所弱化。

表 10：公司现金流及偿债指标情况

项目名称	2017	2018	2019	2020.3
短期债务（亿元）	118.81	128.53	169.36	270.82
长期债务（亿元）	67.06	56.86	51.79	27.48
总债务（亿元）	185.87	185.39	221.15	298.30
货币资金/短期债务（X）	0.23	0.38	0.42	0.31
投资活动净现金流（亿元）	-22.53	-26.74	-40.66	13.58
经营活动净现金流（亿元）	13.02	44.22	69.25	-24.76
经营活动净现金流/利息支出（X）	2.29	5.44	5.39	-
EBITDA（亿元）	41.86	45.93	54.98	-
总债务/EBITDA（X）	4.44	4.04	4.02	-
EBITDA 利息倍数（X）	7.37	5.65	4.28	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

到期债务方面，2020年，公司到期债务规模较大，且截至2019年末，货币资金/短期债务为0.31倍，短期内面临一定偿债压力。

表 11：截至 2019 年末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年
到期债务	127.33	21.25	2.70	3.04

注：到期债务中不包含应付票据以及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 充足的外部授信对整体偿债能力提供支持，同时公司受限资产以及对外担保规模不大，或有事项风险可控

截至2020年3月末，共获得银行授信额度363.08亿元，其中未使用额度为237.34亿元，备用流动性较为充足。

截至2020年3月末，公司受限资产合计为4.65亿元，全部系货币资金。

截至2020年3月末，公司对外担保为28.77亿元，占净资产的比重为16.46%，其中对杭州汽

轮动力集团有限公司担保余额 21.00 亿元、对武林医院有限公司担保余额 0.18 亿元、对杭州奥体博览中心建设投资有限公司担保余额 7.59 亿元。

**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，2017~2020 年 3 月，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。

## 外部支持

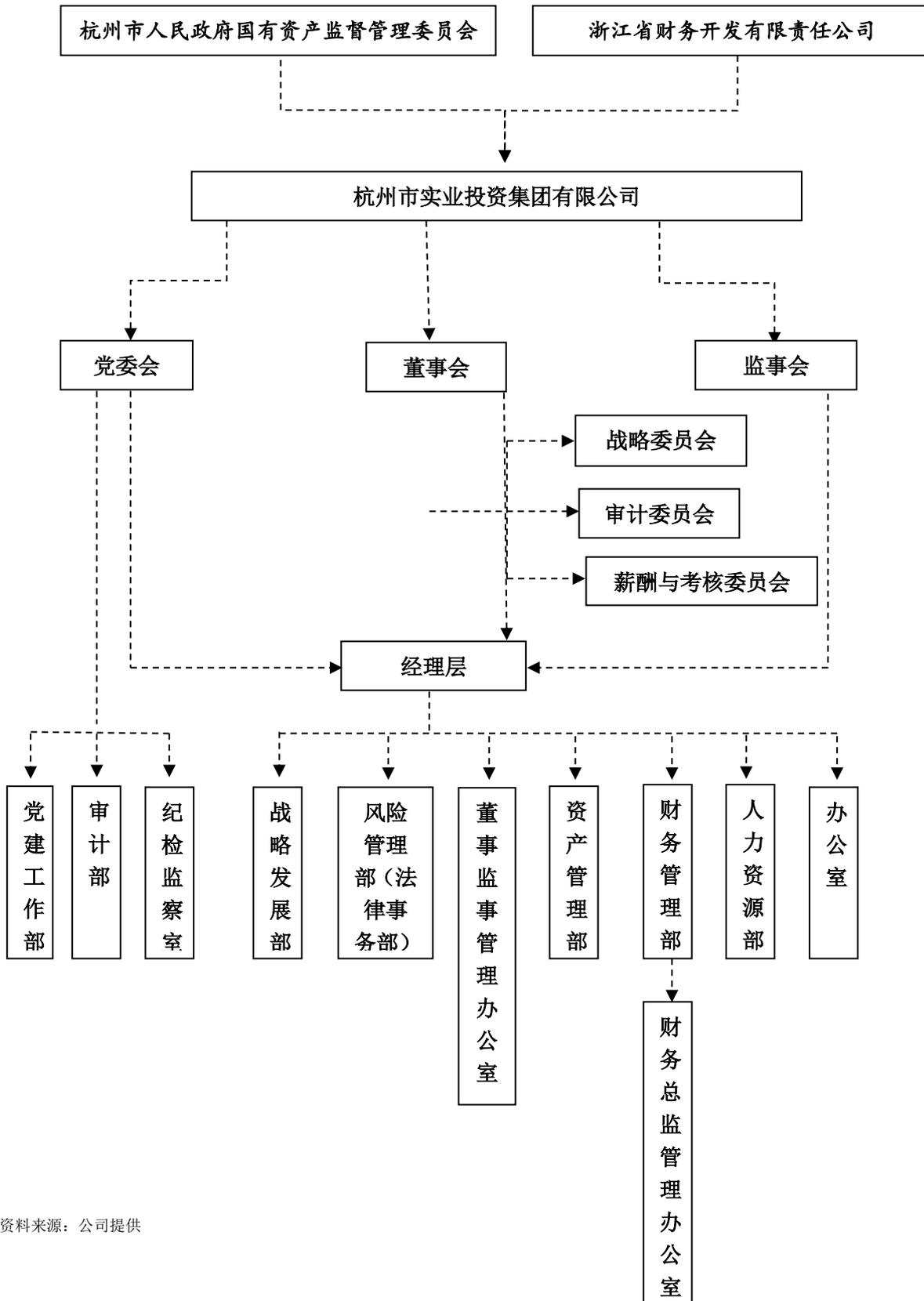
**公司作为杭州市重要的国有资产经营管理主体，杭州市政府除了在资源整合、扩大产业链方面给与公司支持外，还在增资以及补助等方面给与公司支持**

2019 年 7 月 3 日，根据杭州市人民政府国有资产监督管理委员会出具公文处理简复单（市国资委简复[2019]第 17 号），同意本公司以 2018 年 12 月 31 日为基准日，从未分配利润中转出 30 亿元用于增加注册资本，转增后注册资本从 30 亿元人民币增加到 60 亿元人民币。此外，2019 年公司收到政府补助 0.63 亿元。

## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持杭州市实业投资集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“15 杭实 01”和“15 杭实 02”的信用等级为 **AAA**。

## 附一：杭州市实业投资集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附二：杭州市实业投资集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	275,714.66	486,605.06	718,512.10	831,211.31
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	10,600.16	11,689.20	45,060.51	62,365.97
应收账款净额	370,731.33	440,880.85	214,239.80	248,576.37
其他应收款	577,068.64	546,511.25	774,696.36	889,530.58
存货净额	891,096.90	1,003,279.37	947,511.72	1,317,778.34
可供出售金融资产	291,134.79	515,412.23	638,074.07	578,110.79
长期股权投资	347,770.71	359,386.88	708,912.67	715,978.56
固定资产	1,123,798.77	1,139,461.47	193,229.55	191,267.87
在建工程	246,265.02	289,705.03	28,501.95	29,488.05
无形资产	112,632.35	112,108.08	18,429.84	18,419.15
总资产	5,448,969.80	5,913,005.92	5,573,646.06	6,613,976.19
其他应付款	322,155.01	317,739.88	126,312.89	106,099.34
短期债务	1,188,140.78	1,285,332.68	1,693,591.17	2,708,236.03
长期债务	670,608.30	568,563.40	517,886.71	274,801.42
总债务	1,858,749.08	1,853,896.08	2,211,477.88	2,983,037.44
净债务	1,583,034.42	1,367,291.02	1,492,965.78	2,151,826.13
总负债	3,497,086.04	3,737,531.29	3,826,308.29	4,904,923.33
费用化利息支出	54,328.90	74,823.19	118,298.66	-
资本化利息支出	2,500.00	6,455.08	10,177.86	-
实收资本	300,000.00	300,000.00	600,000.00	600,000.00
少数股东权益	666,731.18	807,430.79	338,908.04	314,792.52
所有者权益合计	1,951,883.76	2,175,474.64	1,747,337.77	1,709,052.87
营业总收入	3,817,570.01	5,505,161.79	13,343,296.30	2,477,142.65
期间费用前利润	470,813.83	579,419.77	740,340.49	54,236.64
营业利润	195,850.59	197,740.45	290,680.04	47,256.91
投资收益	107,192.29	169,273.19	252,448.52	146,174.48
营业外收入	6,214.68	8,961.01	8,216.58	1,384.74
净利润	158,225.82	186,286.86	231,362.11	44,261.75
EBIT	254,836.79	278,038.20	410,310.05	-
EBITDA	418,629.69	459,319.66	549,816.86	-
销售商品、提供劳务收到的现金	3,967,993.04	6,328,586.79	14,729,061.18	2,004,403.36
收到其他与经营活动有关的现金	188,257.68	166,708.75	386,712.09	120,167.74
购买商品、接受劳务支付的现金	3,247,742.46	5,266,740.41	13,517,991.93	2,215,460.39
支付其他与经营活动有关的现金	352,741.03	404,020.68	479,832.91	110,216.91
吸收投资收到的现金	8,292.00	4,930.53	232,431.94	8,320.48
资本支出	151,891.05	195,391.26	175,989.12	12,758.34
经营活动产生现金净流量	130,171.02	442,191.72	692,493.83	-247,638.84
投资活动产生现金净流量	-223,531.64	-267,393.05	-406,633.88	135,770.68
筹资活动产生现金净流量	-97,663.08	-33,468.01	-447,134.15	93,891.41
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率（%）	12.90	10.89	5.86	2.88
期间费用率（%）	10.78	10.04	5.14	3.49
总资产收益率（%）	4.86	4.89	7.14	-
流动比率（X）	1.47	1.33	1.42	1.22
速动比率（X）	1.05	0.92	1.06	0.88
资产负债率（%）	64.18	63.21	68.65	74.16
总资本化比率（%）	48.78	46.01	55.86	63.58
长短期债务比（X）	1.77	2.26	3.27	9.86
经营活动净现金/总债务（X）	0.07	0.24	0.31	-0.33
经营活动净现金/短期债务（X）	0.11	0.34	0.41	-0.37
经营活动净现金/利息支出（X）	2.29	5.44	5.39	-
总债务/EBITDA（X）	4.44	4.04	4.02	-
EBITDA/短期债务（X）	0.35	0.36	0.32	-
货币资金/短期债务（X）	0.23	0.38	0.42	0.31
EBITDA 利息倍数（X）	7.37	5.65	4.28	-

注：1、2020年一季报未经审计；2、将公司计入其他流动负债、其他应付款中的有息负债部分调整至短期债务，将长期应付款科目中有息负债部分调整至长期债务。

### 附三：杭州市实业投资集团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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	12,705.10	105,602.23	80,421.77	92,561.84
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	8,328.80	6,114.69	7,277.37	7,277.37
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.92
其他应收款	784,850.68	763,347.20	796,254.80	912,680.37
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	188,583.66	185,137.32	171,528.66	135,570.71
长期股权投资	577,540.15	804,647.63	916,135.34	940,967.33
固定资产	1,344.05	1,358.93	1,211.53	1,179.85
在建工程	15.14	0.00	56.65	56.65
无形资产	146.64	74.35	23.96	23.96
总资产	2,064,628.19	2,270,289.99	2,347,776.54	2,379,302.16
其他应付款	148,710.46	142,699.58	73,082.92	128,253.37
短期债务	346,519.08	256,350.00	181,185.97	451,761.04
长期债务	287,381.07	297,675.79	475,513.74	212,437.25
总债务	633,900.14	554,025.79	656,699.71	664,198.29
净债务	621,195.04	448,423.57	576,277.94	571,636.45
总负债	1,028,171.12	1,121,644.99	1,190,983.22	1,252,616.15
费用化利息支出	20,646.82	27,774.49	118,298.66	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
实收资本	300,000.00	300,000.00	600,000.00	600,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,036,457.07	1,148,644.99	1,156,793.32	1,126,686.00
营业总收入	46,416.58	60,163.12	57,993.29	4,887.09
期间费用前利润	43,896.00	56,218.85	55,029.78	4,008.41
营业利润	107,399.58	151,065.00	112,168.03	5,750.55
投资收益	89,041.91	117,493.63	100,502.61	5,292.21
营业外收入	12.20	59.54	137.23	8.50
净利润	95,124.88	136,019.00	100,618.66	5,056.88
EBIT	127,532.22	177,973.49	229,630.91	-
EBITDA	#VALUE!	179,428.48	231,059.46	-
销售商品、提供劳务收到的现金	50,228.92	54,615.97	57,518.22	4,539.09
收到其他与经营活动有关的现金	87,569.59	103,674.18	1,371,429.83	382.34
购买商品、接受劳务支付的现金	744.62	1,867.93	500.51	208.88
支付其他与经营活动有关的现金	18,323.19	7,210.90	1,292,746.07	867.21
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	199,860.00	0.00
资本支出	709.45	349.60	328.87	16.78
经营活动产生现金净流量	80,264.43	127,689.21	118,082.52	936.07
投资活动产生现金净流量	-210,718.15	-79,874.71	-149,610.65	-43,950.39
筹资活动产生现金净流量	-39,945.49	-39,008.85	-89,678.77	54,990.62
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	96.84	95.47	97.54	92.39
期间费用率(%)	57.14	55.43	66.35	155.51
总资产收益率(%)	6.42	8.21	9.94	-
流动比率(X)	2.90	3.04	4.44	2.10
速动比率(X)	2.90	3.04	4.44	2.10
资产负债率(%)	49.80	49.41	50.73	52.65
总资本化比率(%)	37.95	32.54	36.21	37.09
长短期债务比(X)	1.21	0.86	0.38	2.13
经营活动净现金/总债务(X)	0.13	0.23	0.18	0.01
经营活动净现金/短期债务(X)	0.23	0.50	0.65	0.01
经营活动净现金/利息支出(X)	3.89	4.60	1.00	-
总债务/EBITDA(X)	-	-	2.84	-
EBITDA/短期债务(X)	-	-	1.28	-
货币资金/短期债务(X)	0.04	0.41	0.44	0.20
EBITDA 利息倍数(X)	-	-	1.95	-

注：1、2020年一季报未经审计；2、将公司计入其他流动负债、其他应付款中的有息负债部分调整至短期债务。

## 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+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	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
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-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)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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。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)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”。

## 附五：信用等级的符号及定义

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	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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
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。

短期债券等级符号	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	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。