



杭州市国有资本投资运营有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0749 号

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 6 月 21 日至 2023 年 7 月 12 日。主体评级有效期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 21 日

本次跟踪主体

杭州市国有资本投资运营有限公司

本次跟踪主体评级结果

AAA/稳定

评级观点

本次跟踪维持主体上次评级结论，主要基于杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“杭州资本”或“公司”）持续获得股东的大力支持、核心子公司在细分领域保持较强竞争力、获得无偿划转资产并组建科创基金、投资业务稳步推进、在投项目优质、偿债能力保持较好水平和资本实力稳步增强等方面的优势。同时中诚信国际也关注到子公司内控制度流程及经营业绩有待改善、投资运营业务面临一定资本支出压力和投资项目退出存在一定不确定性等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

评级展望

中诚信国际认为，杭州市国有资本投资运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司对下属主要经营实体管控显著弱化，经营业绩显著下滑，偿债能力大幅下降，对外投资项目收益与退出情况不及预期，外部支持明显弱化等。

正面

- 2022年以来，杭州市经济环境保持良好，财政实力很强，公司持续获得股东的大力支持
- 核心子公司在细分领域保持较强竞争力
- 获得无偿划转资产，新设子公司组建杭州市科创基金，投资运营业务稳步推进，在投项目优质
- 偿债能力保持较好水平，资本实力稳步增强

关注

- 子公司内控制度流程整改及经营业绩改善情况
- 投资运营业务面临一定资本支出压力，需关注投资资金的匹配情况
- 投资项目周期较长，退出情况存在一定不确定性

项目负责人：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

项目组成员：刘逸伦 ylliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

杭州资本（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	523.10	729.55	798.64	1,022.77
所有者权益合计（亿元）	270.50	362.96	389.87	450.54
负债合计（亿元）	252.60	366.60	408.78	572.23
总债务（亿元）	87.52	190.90	247.14	373.99
营业总收入（亿元）	175.17	376.87	394.02	103.72
净利润（亿元）	17.15	32.48	26.43	8.18
EBIT（亿元）	21.78	40.83	33.88	--
EBITDA（亿元）	27.64	49.38	44.82	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	11.06	17.86	19.40	24.97
营业毛利率（%）	13.61	15.76	15.68	14.73
总资产收益率（%）	--	6.52	4.43	--
EBIT 利润率（%）	12.44	10.83	8.60	--
资产负债率（%）	48.29	50.25	51.18	55.95
总资本化比率（%）	24.44	34.47	38.80	45.36
总债务/EBITDA(X)	3.17	3.87	5.51	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	13.54	10.97	6.13	--
FFO/总债务(X)	0.18	0.19	0.15	--
杭州资本（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	180.84	302.85	325.02	413.58
负债合计（亿元）	34.85	105.09	127.15	137.77
总债务（亿元）	30.90	88.20	109.10	119.10
所有者权益合计（亿元）	145.99	197.76	197.87	275.82
投资收益（亿元）	0.93	1.18	4.65	0.24
净利润（亿元）	0.38	0.24	2.84	-0.47
EBIT（亿元）	1.26	1.81	5.47	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	4.67	13.57	1.10	0.45
经调整的净资产收益率（%）	--	0.14	1.44	-0.80*
资产负债率（%）	19.27	34.70	39.12	33.31
总资本化比率（%）	17.47	30.84	35.54	30.16
总债务/投资组合市值（%）	17.39	30.40	35.31	29.99
现金流利息覆盖倍数(X)	7.22	9.05	1.63	--

注：1、中诚信国际根据杭州资本提供的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 2020~2021 年度审计报告、经兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具包含子公司应收账款事宜披露相关强调事项段无保留意见的 2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

杭州市国有资本投资运营有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	--	2022/07/13	李傲颜、刘逸伦	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文	
AA+/正面	--	2021/09/30	李傲颜、刘逸伦、谭婕妤	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文	

同行业比较（2022 年母公司口径数据）

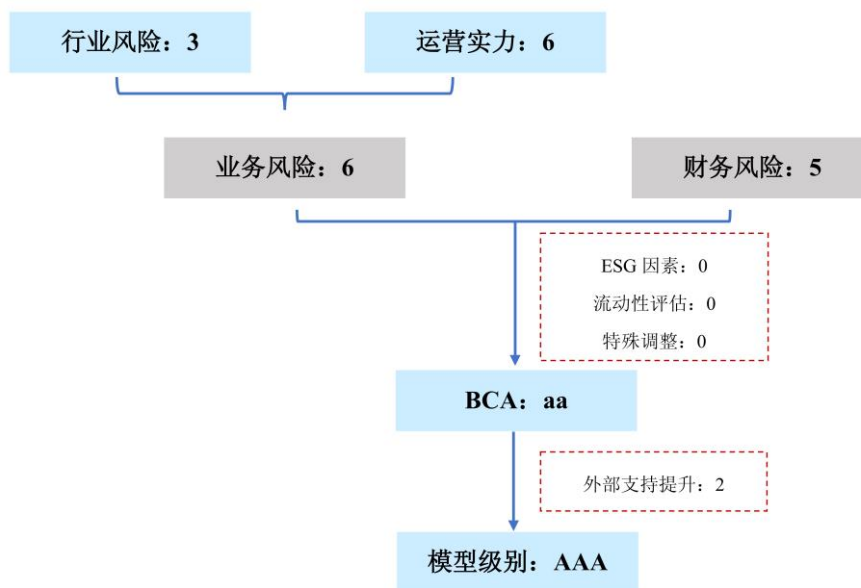
公司名称	业务定位	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
杭实集团	主要管理杭州市化工、轻工和纺织等工业企业；主要业务板块为橡胶、家电、大宗商品贸易、服务及产业链投资等	291.31	60.00	41.76	16.01	17.60
杭州金投	杭州市金融控股投资主体，收入主要来自贸易、信托和担保等金融业务以及市民卡业务等，同时持有较大规模优质金融资产	484.88	50.00	76.16	26.36	10.88
杭州资本	公司为杭州市重要的国有资本投资运营公司，投资方向涵盖制氧机、汽轮机等多个领域以及战略新兴产业、国企改革项目等	325.02	100.00	39.12	4.65	2.84

中诚信国际认为，杭州资本与行业可比公司均具有明确的投资职能定位，但与同行业相比，杭州资本成立时间较短，投资业绩有待持续观察，间接持有上市公司股份市值规模较大，同时，本部债务规模及财务杠杆较低。

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

评级模型

杭州市国有资本投资运营有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01

■ 业务风险:

杭州资本属于投资控股企业，因投资于行业信用风险程度不同的国民经济多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股企业风险评估为中等；杭州资本的投资策略良好，投资风险很低，资产流动性较高，资本实力很强，业务风险评估为很低。

■ 财务风险:

杭州资本本部能够获得一定的现金分红，财务杠杆处于很低水平，同时凭借其较强的外部融资能力实现到期债务续接，但本部盈利能力偏弱，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况 (BCA):

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对杭州资本个体基础信用等级无影响，杭州资本具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

公司是杭州市重要的市属国有资本投资运营公司，战略地位显著，自成立以来得到较多优质资产划转及资金支持，能够获得政府的大力支持，外部支持调升 2 个子级。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需在“22 杭州国资 SCP009”、“23 杭州国资 SCP002”、“23 杭州国资 SCP003”、“23 杭州国资 SCP004”、“23 杭州国资 SCP005”、“23 杭州国资 SCP006”、“23 杭州国资 SCP007”、“21 杭州国资 MTN002”和“22 杭资 K1”债项存续期内对公司进行定期或不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，2022 年以来，国企改革陆续进入深化改革阶段，我国股权投资市场总体发展平稳，国有资本和产业资本成为重要参与者，近年来投资控股企业总体处于扩大投资组合阶段，未来需关注资产轮动情况。

2022 年，国企改革三年行动圆满收官，在以“管资本”为主的国资监管体制上取得明显成效，陆续进入深化改革阶段；我国股权投资市场总体发展平稳，募资金额维持稳定，投资和退出规模

同比出现下降，LP 和 GP 互相转化，国有资本和产业资本成为重要参与者；投资控股企业本部盈利主要来自投资收益及公允价值变动收益，盈利水平容易受到资本市场波动及其投资能力影响；近年来总体投资组合处于扩大阶段，以长期债务为主的债务期限结构较合理，未来需关注资产轮动情况；拥有良好的资产质量、较高的资产流动性、稳定的现金分红，且财务政策稳健、融资渠道畅通的企业，抗风险能力更强。

详见《中国投资控股企业特别评论，2023 年 4 月》，报告链接<https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9716?type=1>

中诚信国际认为，跟踪期内，杭州资本保持重要的投资职能定位，投资组合多样化程度有所提升，主要实体子公司经营规模业绩稳中有升，投资风险很低，资产证券化程度较高，总体流动性较好。

杭州资本作为杭州市属国有资本投资运营公司，投资管理与决策制度健全，风险控制水平良好。2022 年以来，新增早期科创投资职能，投资覆盖全生命周期，对下属企业主要管控模式无重大变化，投资业绩仍有待持续观察。

2022 年以来，公司仍作为杭州市政府做大做强国有资本最重要的市级战略板块，根据杭州市委市政府的统一安排，公司是杭州市政府明确的从事从早期科创投资到中后期产业投资全生命周期的国有资本投资运营公司。除前期牵头组建的千亿规模杭州创新基金外，公司新成立杭州市科创集团有限公司（以下简称“科创集团”），负责早期科创投资及组建千亿规模杭州市科创基金的任务。公司负责组建的科创基金、创新基金与杭州市金融投资集团有限公司负责的并购基金等 3 支千亿母基金，共同推动形成杭州市覆盖全生命周期、全产业链条、总规模超 3,000 亿元的“3+N”杭州基金集群。

投资管理方面，公司投资管理与决策制度健全，遵循合法性、适应性和风险控制的投资管理原则对本级和下属全资、控股子公司投资行为进行管理。2022 年以来，由于投资范围扩大及新增子公司，公司梳理及统一投资管理及风控制度，增设职能部门，公司对下属企业的主要管控模式无重大变化。跟踪期内，公司未出现重大风险项目，但由于投资时间较短，目前公司收益主要为子公司现金分红，投资运营项目退出较少，投资业绩仍有待持续观察。

公司本部投资组合以控股的子公司为主，投资涉及多个行业，跟踪期内受增资投资子公司及设立科创集团等影响，服务业投资占比增幅较大，投资组合风险维持很低水平；资产证券化程度较高，流动性保持较好水平。

公司本部无实体经营业务，投资组合以对控股子公司的投资为主，单个子公司投资额占比较低，投资领域涵盖资本市场服务、设备制造、批发零售等多个领域。2022 年以来，由于公司陆续对杭州产业投资有限公司（以下简称“杭州产投”）大规模增资¹并设立科创集团持有杭州市高科技投资有限公司（以下简称“杭高投”）及杭州投资发展有限公司（以下简称“杭投发”）股权²，2023

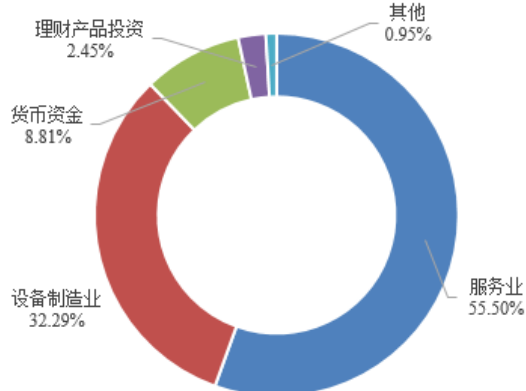
¹ 2022 年初至 2023 年 3 月末，杭州资本对杭州产投合计增资 64.24 亿元。

² 2022 年 12 月，公司设立全资子公司科创集团，公司本部对其认缴出资 50.00 亿元。2023 年 2 月，杭州市财政局出具杭财资[2023]2 号“关于无偿划转杭州市高科技投资有限公司国有股权的通知”和杭财资[2023]3 号“关于无偿划转杭州投资发展有限公司国有股权的通知”，将杭高投、杭投发 100% 股权无偿划转至杭州资本，上述股权划转事项于 2023 年 3 月完成变更，杭州资本分别确认长期股权投资及资本公积合计 86.27 亿元。截至 2022 年末，杭高投总资产与净资产分别为 57.60 亿元和 53.88 亿元；2022 年杭高投分别实现营业收入和净利润 0.92 亿元和 0.32 亿元。截至 2022 年末，杭投发总资产和净资产分别为 452.08 亿元和 306.52 亿元；2022 年杭投发分别实现营业收入和净利润 0.58 亿元和 1.60 亿元。

年 3 月末本部投资组合中服务业（包括资本市场服务及商务服务业）投资占比增幅较大，主要系各投资子公司及出资平台，其实际投资分散度较高。杭州资本下属控股子公司的主要投资对象为较成熟的上市和非上市公司，2022 年以来整体保持较强运营实力，同时投资类子公司进行基金投资和产业孵化等投资运营业务，对外投资标的较为分散。总体来看，本部投资组合风险很低。

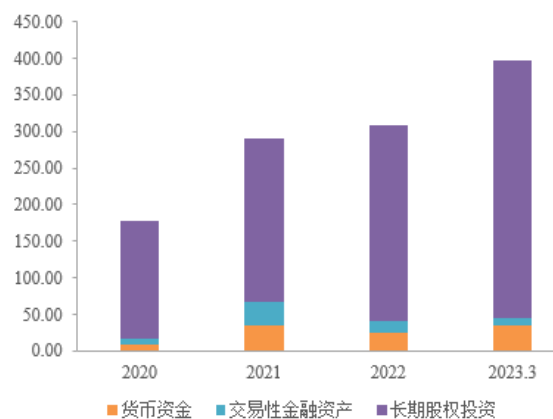
资产流动性方面，本部无直接持有的上市公司股份，但通过全资持股平台间接持有杭氧集团股份有限公司（以下简称“杭氧股份”，002430.SZ）、杭州汽轮动力集团股份有限公司（以下简称“杭汽轮”，200771.SZ）和华东医药股份有限公司（以下简称“华东医药”，000963.SZ）等优质上市公司股权，资产证券化程度较高，流动性较好。跟踪期内，受益于多数持股企业股价上涨，截至 2022 年末公司间接持有的上市公司股份市值合计为 453.17 亿元，相较上年末增长约 56 亿元，持股市值规模较高且无质押。此外，本部持有一定的货币资金和理财产品，具有较好的流动性。

图 1：2023 年 3 月末本部投资组合分布情况



注：表内百分比为各明细项在投资组合市值中占比。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

图 2：近年来本部投资组合变化情况（亿元）



资料来源：公司报表，中诚信国际整理

表 1：截至 2022 年末公司本部间接持有的上市公司情况（亿元）

上市公司简称	企业类型	投资主体	证券代码	持股市值
杭氧股份	控股子公司	杭州杭氧控股有限公司	002430	206.54
杭汽轮 B	控股子公司	杭州汽轮控股有限公司	200771	60.51
数源科技	控股子公司	西湖电子集团有限公司	000909	15.76
华东医药	参股公司	华东医药集团有限公司	000963	134.78
杭州银行	参股公司	杭汽轮	600926	35.56
泸天化	参股公司	杭汽轮	000912	0.02

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

跟踪期内，公司推进杭州科创基金和杭州创新基金组建工作，并持续进行市场化项目投资，目前在投项目较为优质且能够获得一定的财政资金支持，部分直投项目已成功实现上市并有望退出，未来需关注投资资金匹配、项目退出和投资收益实现情况。

跟踪期内，公司继续通过股权直投、设立产业基金和专项子基金等形式进行投资，收益来自被投资企业分红、基金退出和分配等，截至 2023 年 3 月末，公司投资运营业务累计完成对外投资 199.30 亿元，未来拟计划投资 310.75 亿元，其中 2023 年计划出资 101.07 亿元，暂无重点投资项目实现退出。

公司及下属科创集团在杭州市国资委的指导下牵头组建千亿规模的杭州科创基金和杭州创新基金，目前上述两只基金已正式落地，其中杭州科创基金总规模已超过 500 亿元³，杭州创新基金总规模已超过 750 亿元，未来公司将进一步加强两支母基金的协同，形成科创基金政策引导，创新基金市场化投资，以市场化资本收益反哺产业培育的有效机制。截至 2022 年末，公司已合计收到杭州市财政注资 32 亿元专项用于支持杭州创新基金，自 2023 年起，杭州市本级财政将每年统筹安排资金用于杭州科创基金、杭州创新基金和杭州并购基金三支基金的出资，其中 2023 年 3 月拨款 10 亿元专项用于支持杭州科创基金和杭州创新基金。截至 2023 年 3 月末，公司主要基金投资项目包括国家集成电路产业投资基金、泰格生物医药基金等，主要集中于集成电路、高端装备制造、数字经济和生命健康等行业领域，其中随着 2022 年 4 月红杉中国人民币七期科创基金和中信城西科创大走廊基金落地（总认缴规模分别为 96.85 亿元和 50.00 亿元），公司在投资基金认缴及实缴规模进一步扩张。此外，公司下属二级子公司杭州国舜股权投资有限公司已完成基金管理人备案，2022 年 3 月其作为基金管理人参与中控信息项目。

直投项目方面，2022 年以来公司持续开展存量项目出资管理及新项目拓展工作。其中，零跑汽车于 2022 年 9 月在港交所上市，该项目已接近退出阶段；公司通过基金专项投资的中欣晶圆拟在上交所科创板上市，已进入审核问询阶段，未来上述项目上市退出或将为公司贡献投资回报。

中诚信国际关注到，公司根据市委市政府的全新功能定位持续开展投资运营业务，对加快形成覆盖全生命周期的基金集群和投资体系，为杭州市产业发展和科技创新提供有力支撑具有重要意义，在投项目优质并且能够获得一定的财政资金支持，但该业务尚处于起步阶段，仍需较大规模资金投入，未来项目退出易受宏观经济、相关政策和市场行情等因素影响，仍需关注投资资金的匹配情况及未来投资项目退出和收益实现情况。

表 2：2022 年以来公司新增主要在投资基金情况（亿元）

基金名称	成立时间	投资领域	基金管理人	存续期	基金总认缴规模	公司认缴规模	公司实缴规模
元璟人民币基金 III 期	2022.3	企业服务、前沿科技、新消费、数字医疗等	杭州元璟睿恒投资管理有限公司	3 年投资期（可延长 1 年），总期限为 8 年	19.52	1.00	0.45
中控信息项目	2022.3	专项基金投资于浙江中控技术股份有限公司	杭州国舜股权投资有限公司	7 年投资期+1 年延长期	0.50	0.205	0.20
中信城西科创大走廊基金	2022.4	互联网+、生命健康、新材料、先进制造、人工智能、云计算大数据、信息软件、集成电路等战略新兴产业	金石投资有限公司	5 年投资期+5 年退出期+2 年延长期	50.00	12.50	5.00
红杉中国人民币七期科创基金	2022.4	科技、医疗健康、消费服务	红杉资本股权投资管理（天津）有限公司	4 年投资期+5 年退出期+1 年延长期	96.85	37.00	6.66
雷石成长四期基金	2022.11	围绕数字经济，重点投资于人工智能、新一代信息技术	珠海横琴新区雷石天诚股权投资	4 年投资期+3 年退出	10.00	1.00	0.20

³ 截至 2023 年 3 月末，科创集团下属引导基金累计签约合作子基金 161 只，基金签约规模达 449 亿元，引导基金协议出资达 65 亿元。子基金投向聚焦杭州市重点发展的产业，引导基金鼓励参股子基金投向杭州市科技型中小微企业。

术、企业服务、互联网、云计算、大数据、物联网、集成电路、智慧能源、智慧城市等杭州市规划的重点产业

基金名称	成立时间	投资方向	管理人	投资期	认缴规模	已投资	退出期
传化科创基金	2022.11	投资方向为数字经济、先进制造、生命科学、新材料、新能源等产业	上海境界投资管理有限公司	4 年投资期 +3 年退出期 +1 年延长期	20.00	5.00	2.00
招商局资本杭州基金	2022.12	装备制造、生物医药、时尚文创、数字产业	招商局资本管理（北京）有限公司	3 年投资期 +4 年退出期	7.52	1.50	0.75
达晨创投基金	2022.12	智能制造、新一代信息技术、军工、医疗健康、科技消费及企业服务等	深圳市达晨财智创业投资管理有限公司	4 年投资期 +4 年退出期	16.11	1.60	0.00
贝达生物医药基金四期	2022.12	生物医药	杭州贝加投资管理有限责任公司	5 年投资期 +2 年退出期 +2 年延长期	20.00	4.00	1.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要直接股权投资情况（亿元）

项目名称	项目简介	认缴规模	已投资
华瑞航空	浙江华瑞航空制造有限公司成立于 2019 年 11 月，系专注于复合材料的中国关键航空部件制造企业	4.46	0.86
保密项目	基于高性能应用的先进制程集成电路制造项目	25.88	17.98
零跑汽车	浙江零跑科技股份有限公司是一家创新型的智能电动汽车品牌，业务范围涵盖智能电动汽车整车设计、研发制造、智能驾驶、电机电控、电池系统开发，以及基于云计算的车联网解决方案等	10.03	10.03
合计	--	40.37	28.87

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2022 年以来，杭州资本核心子公司在细分行业领域仍保持较强竞争实力，但电力设备公司股权无偿划出，下属实体企业经营业绩分化，杭氧股份业绩稳定增长，西湖电子集团当年产生较大亏损，未来需对其业绩改善与整改措施情况保持关注。

目前杭州资本合并范围内的经营实体企业包括杭氧股份、杭汽轮、杭州国裕国际贸易有限公司和西湖电子集团有限公司（以下简称“西湖电子集团”），2022 年上述实体企业经营业绩表现不一，但核心子公司在细分行业领域仍保持较强竞争实力。2023 年 2 月，应杭州市国资委要求，公司无偿划出其直接持有的杭州电力设备制造有限公司（以下简称“电力设备公司”）40% 股权⁴，划转完成后公司不再持有电力设备公司股权，需关注上述事项对公司整体经营规模及盈利水平的影响。此外，截至 2023 年 3 月末，公司通过全资子公司间接持有华东医药 16.42% 股权，系其第二大股东，2022 年华东医药仍保持较好的业绩水准，收入与利润规模稳步增长。

2022 年，杭氧股份继续借助设备制造优势着力聚焦气体产业发展，气体产业规模与运营能力持续提升，总体空分设备市场保持 40% 以上市占率，全年气体投资项目新增制氧量 39 万 Nmm³/h，气体应用积极拓展锂电、电解液等新能源、新材料相关行业，全年设备新订合同额约 66.12 亿元，

⁴ 2023 年 2 月 20 日，杭州市国资委出具杭国资产[2023]21 号“杭州市国资委关于无偿划转杭州电力设备制造有限公司股权的通知”，将杭州资本持有的杭州电力设备制造有限公司 40% 股权无偿划转至杭州市城市建设投资集团有限公司，作为杭州市政府对市城投集团的出资。2023 年 6 月，上述股权划转事项已完成工商变更。

实现收入与利润的同比增长；同时，杭氧股份通过子公司混合所有制改革引入战略投资者和对外收购等方式推动特气业务改革发展，进一步丰富产品矩阵。2022 年 5 月，杭氧股份成功发行 11.37 亿元可转债用于气体项目建设和补充流动资金，资本实力进一步增强。此外，近期杭州资本与盈德气体香港有限公司（以下简称“盈德香港”）、气体动力科技有限公司签署协议，杭州资本拟与其他投资人共同成立买方 SPV（杭州资本持股 30%）收购盈德香港持有的浙江盈德控股集团有限公司（以下简称“浙江盈德”）100% 股权，浙江盈德与杭氧股份均为工业气体行业龙头企业，上述收购将有利于为杭氧股份提前锁定同行业优质资产投资机会⁵，若未来杭氧股份与买方 SPV 资产重组，有利于发挥协同效应、扩大生产规模和增强市场竞争力。

杭汽轮作为国内重大工业装备制造企业，主要从事工业汽轮机的生产销售，2022 年受到经济放缓引发市场需求下降、“双碳”政策抑制大型项目上马以及市场萎缩加剧行业竞争等不利因素导致其收入与利润小幅下滑，但杭汽轮作为我国最大的工业汽轮机制造公司，其工业汽轮机占国内市场份维持 70% 以上，仍保持了较好的行业地位和技术优势。2023 年 4 月，杭州启同股权投资合伙企业（有限合伙）⁶通过公开征集转让方式签署协议受让杭州汽轮控股有限公司所持有的 49,008,999 股非上市流通股份（占杭汽轮总股本的 5%），已于 2023 年 6 月完成过户登记。

跟踪期内，国裕国贸业务模式仍以基差贸易和配供贸易为主，2022 年其贸易品种进一步聚焦钢材和合金等主业品种并收缩非主业品种，受产品结构调整及原油价格与俄乌战争等外部因素影响，2022 年国裕国贸收入规模略有下降，净利润仍维持很低水平。

西湖电子集团主营业务包括电子信息产业、新材料新能源和科技园区三大板块，2022 年其收入主要来源仍为商贸业务，由于 2022 年西湖电子集团对境内开展的商贸业务改用净值法计算，导致其整体收入同比大幅下降；受合并范围内出现应收账款和应收票据逾期计提信用减值损失 6.93 亿元影响，当年净亏损 8.58 亿元。**中诚信国际关注到**，西湖电子集团下属上市子公司数源科技股份有限公司（以下简称“数源科技”，000909.SZ）2022 年被会计师事务所出具保留意见的财务报告⁷和否定意见的内部控制审计报告，大额信用减值损失与资产减值损失计提导致西湖电子集团合并层面出现较大亏损⁸，未来需对西湖电子集团及其下属数源科技内控制度流程整改及经营业绩改善情况保持关注。此外，2022 年 12 月，西湖电子集团与杭州云溪投资合伙企业（有限合伙）签署股份转让协议，以 9.57 亿元（折合 6.678 元/股）的交易对价购买其持有的华数传媒控股股份有限公司（以下简称“华数传媒”，000156.SZ）1.43 亿股股票（占华数传媒总股本的

⁵ 杭州资本持有买方 SPV30% 股权，系其第一大股东（非控股股东）。杭州资本承诺在目标公司满足《上市公司重大资产重组管理办法》等相关法律法规条件的情况下，在本次交易完成后的 36 个月内，推动上市公司与买方 SPV 签署资产重组协议并由上市公司披露交易预案。

⁶ 综改试验（杭州）企业管理有限公司作为杭州启同股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州启同”）的普通合伙人，对外代表合伙企业执行合伙事务，对杭州启同的日常运营具有执行权，对杭州启同形成控制。国务院国资委为杭州启同的实际控制人。

⁷ 根据中汇会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“中汇”）关于对数源科技出具保留意见的专项说明，2022 年度数源科技开具服务费等内容发票金额中有 6,479.59 万元无法实施有效的审计程序以获取充分、适当的审计证据确定上述相关交易的商业合理性；2022 年度数源科技将已付款采购的商品以一定的信用账期销售给客户，形成大额的应收款项，截至 2022 年末应收款项余额为 46,248.07 万元，上述款项已于审计报告日前收回 7,713.25 万元，中汇无法实施有效的审计程序以获取充分、适当的审计证据确定上述款项的性质；由于无法获取充分、适当的审计证据证实数源科技该部分业务的商业合理性，其对财务报表可能产生的影响重大，但不具有广泛性，故中汇对数源科技 2022 年度财务报表发布保留意见。上述事项导致西湖电子集团 2022 年财务报告被会计师事务所出具保留意见的审计报告，杭州资本 2022 年度财务报告被会计师事务所出具强调事项段无保留意见的审计报告。

⁸ 2022 年，西湖电子集团合并口径分别计提资产减值损失和信用减值损失 1.63 亿元和 6.93 亿元，其中，上市公司数源科技合并口径分别计提资产减值损失和信用减值损失 1.62 亿元和 1.92 亿元（由于联营企业舟山宸都置业有限公司大额应收款回款存在不确定性，按长期股权投资账面余额与股权可收回金额差额计提减值准备 1.03 亿元）。

7.74%)⁹，2023 年 6 月已完成股份过户及股份转让款支付，未来双方有望在数字经济等产业加强战略与业务合作，优化资源配置和产业布局。

表 4：2022 年公司下属主要经营实体财务数据（亿元）

公司名称	总资产	净资产	营业收入	同比(%)	净利润	同比(%)
杭氧集团股份有限公司	192.38	89.59	128.03	7.79	12.84	0.71
杭州汽轮动力集团股份有限公司	153.75	88.99	55.19	-4.66	6.25	-14.03
杭州国裕国际贸易有限公司	32.66	4.85	106.27	-6.96	0.69	-2.57
西湖电子集团有限公司	101.56	29.62	44.44	-49.18	-8.58	由盈转亏
杭州电力设备制造有限公司	78.63	45.49	58.48	11.74	4.75	10.79
华东医药股份有限公司（参股）	311.92	191.76	377.15	9.12	25.33	8.30

注：2023 年 6 月，电力设备公司股权划出事项完成工商变更。

资料来源：公司提供及上市公司年报，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，子公司现金分红增加带动本部盈利能力有所增强；同时，股权投资规模逐步增长，无偿划入资产等使其资本实力稳步增强，财务杠杆仍处于较优水平；公司通过外部融资满足对外出资需求，债务规模进一步扩张，但充足的货币等价物及较高的投资组合市值仍能为其偿债提供较好保障，同时公司间接持有上市公司股份市值较大，偿债能力保持较好水平。

跟踪期内，投资收益仍为公司母公司口径利润的主要来源，2022 年以来融资规模增加令以利息支出为主的期间费用进一步增加。2022 年公司本部收到电力设备公司等控股子公司现金分红增加，当年投资收益增幅较大，带动母公司口径利润总额及经调整的净资产收益率持续提升，盈利能力有所增强，但公司投资运营业务运营时间较短，项目退出数量较少，杭州产投及科创集团尚未为本部贡献分红，未来仍需对下属企业分红政策及投资项目退出情况保持关注。

公司本部总资产主要由自有及归集非上市子公司的货币资金、理财产品和对子公司的投资等组成，2022 年以来总资产规模随对外出资及债务融资增加而持续上升，结构上仍以非流动资产为主，具体来看，货币资金受投融资及理财产品赎回等有所波动，但仍保持较高水平，无使用受限情况；为满足对外出资需求，2022 年以来公司通过持续处置理财产品回收资金，交易性金融资产下降；其他应收款主要系本部对子公司及杭州市属其他企业的资金拆借款和往来款，2022 年以来有所增长，但总体规模仍较小；2022 年以来本部持续对杭州产投大规模增资等带动长期股权投资快速增长。截至 2023 年 3 月末，本部投资组合仍以长期股权投资为主，同时主要通过控股平台间接持有上市公司股权，所持股权投资较优质，但大部分为计划长期持有的战略性投资。本部负债主要系有息债务，为满足投资资金需求，母公司口径债务规模逐渐扩大，2022 年杭州资本陆续发行多期超短期融资券和公司债券，截至 2023 年 3 月末，总债务规模增至 119.10 亿元，其中短期债务占比为 45.78%，债务结构尚可。其他应付款主要系本部归集资金。2023 年一季度，得益于杭高投及杭投发股权划入，母公司口径资本公积大幅增加，资本实力稳步增强，财务杠杆小幅波动且处于较优水平。

⁹ 截至 2023 年 3 月末，华数传媒股票收盘价为 8.94 元/股。2023 年 4 月，西湖电子集团已根据协议支付转让价款的 30%（2.87 亿元），2023 年 5 月 16 日，上述股份过户完成，2023 年 6 月 2 日，西湖电子集团已根据协议支付转让价款的 70%（6.70 亿元）。

本部经营活动净现金流主要来自子公司资金归集净额和存款利息，2022 年新增归集资金较少令其同比降幅较大；跟踪期内，受外部因素影响，本部对外出资进度有所放缓，投资活动现金流为负但资金缺口有所收窄；公司通过债务融资满足对外出资需求，筹资活动现金流保持净流入状态，但净流入规模大幅下降。此外，本部投资收益主要系子公司现金分红，2022 年以来获现比例仍保持较高水平。截至 2023 年 3 月末，受对外出资及融资规模扩张影响，货币资金与理财产品对短期债务的覆盖程度有所下降但仍处于较好水平，投资组合市值亦能对债务偿还提供良好保障，但现金流利息覆盖倍数降幅较大；此外，本部通过全资子公司间接持有上市公司股份市值较高且无质押，总体而言，跟踪期内公司本部偿债能力仍保持较好水平。

表 5：公司母公司口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业总收入	0.08	0.26	0.27	0.05
期间费用合计	0.47	1.32	2.03	0.74
投资收益	0.93	1.18	4.65	0.24
利润总额	0.51	0.18	2.84	-0.47
经调整的净资产收益率(%)	--	0.14	1.44	-0.80*
货币资金	9.23	34.66	25.84	34.98
交易性金融资产	6.83	31.56	14.57	9.74
其他应收款	3.11	5.57	5.39	9.99
长期股权投资	161.65	223.89	268.59	352.38
总资产	180.84	302.85	325.02	413.58
投资组合账面价值/投资组合市值	177.71	290.12	309.00	397.10
实收资本	100.00	100.00	100.00	100.00
资本公积	41.96	95.29	95.39	173.82
经调整的所有者权益合计	145.99	197.76	197.87	275.82
其他应付款	3.81	16.83	17.83	18.32
短期债务	10.55	38.00	44.52	54.53
总债务	30.90	88.20	109.10	119.10
资产负债率(%)	19.27	34.70	39.12	33.31
总资本化比率(%)	17.47	30.84	35.54	30.16
经营活动产生的现金流量净额	4.67	13.57	1.10	0.45
投资活动产生的现金流量净额	-30.68	-76.98	-21.97	-10.70
其中：收回投资收到的现金	118.92	68.63	96.10	9.99
取得投资收益收到的现金	0.66	0.81	3.12	0.19
投资支付的现金	125.74	143.91	121.67	21.26
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.71	0.69	0.67	0.79
筹资活动产生的现金流量净额	23.15	85.93	15.55	19.40
货币等价物/短期债务(X)	1.52	1.74	0.91	0.82
现金流利息覆盖倍数(X)	7.22	9.05	1.63	--
总债务/投资组合市值(%)	17.39	30.40	35.31	--

注：带“*”指标经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

中诚信国际认为，跟踪期内，受大额减值损失计提及部分经营实体业绩下滑影响，合并口径盈利水平小幅弱化；资产与负债规模保持增长，资本实力稳定增强，但财务杠杆有所上升；投资活动保持较高资金需求，较好的经营获现水平和筹资能力为资本支出提供支持，总体偿债能力良好。

2022 年，受西湖电子集团计提大额减值损失以及部分经营实体业绩下滑影响，公司合并口径利润总额有所减少，但华东医药、杭州联合农村商业银行股份有限公司（以下简称“杭州联合银行”）等参股企业仍为公司贡献较好的投资收益，系利润的重要补充；综合以上影响，2022 年公司合

并口径总资产收益率小幅下降，总体而言，盈利水平小幅弱化。

跟踪期内，受益于杭氧股份项目建设持续推进、公司对外投资扩张以及合并范围增加，合并口径资产与负债规模保持增长态势。其中，制氧机和汽轮机等大型设备销售形成的应收账款仍保持较大规模，存货随电力设备公司出表而有所下降，但未来仍需关注应收账款与存货的周转效率和坏账与跌价准备计提情况；随着杭氧股份在建空分及供气工程建设及部分转固，2022 年末在建工程和固定资产有所增加；对外产业投资增加以及华东医药、杭州联合银行¹⁰权益法下确认投资收益带动长期股权投资进一步增加；2023 年一季度，杭高投与杭投发纳入合并范围，其对外投资并表令期末其他权益工具投资、其他非流动金融资产增幅较大。公司合并口径负债主要系经营性负债和有息债务，下属主要经营实体独立融资能力较强且总体经营性现金流充沛，融资规模随经营扩张而持续增加，加之杭投发棚改专项贷款并表¹¹，2023 年 3 月末总债务规模大幅上升，未来需关注棚改贷款清理进度及实际用款方偿还风险情况。跟踪期内，受益于较好的利润积累及合并范围增加，公司合并口径权益规模亦有所增长，但融资规模扩张及棚改贷款并表令财务杠杆增幅较大，2023 年 3 月末总资本化比率升至 45.36%。

现金流方面，公司汽轮机与气体销售等业务仍保持良好的销售回款水平，公司经营获现能力持续增强，2023 年一季度科创集团财政拨款到位令经营活动净现金流同比大幅增加；投资活动仍保持较高资金需求，但较好的经营获现水平和筹资能力为公司资本支出提供支持。2022 年，受债务融资上升影响，公司主要偿债指标小幅弱化，但整体仍处于较好水平，货币等价物能够对短期债务形成完全覆盖，较为充裕的货币资金和可变现资产及畅通的融资渠道亦可为公司债务到期偿付提供保障，总体偿债能力良好。

表 6：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营性业务利润	12.86	26.28	24.64	5.02
投资收益	8.90	12.83	12.07	5.48
信用减值损失	1.03	0.75	7.64	0.42
利润总额	20.10	36.78	30.81	9.78
总资产收益率(%)	--	6.52	4.43	--
应收账款	39.88	63.84	77.38	68.49
存货	72.48	104.62	99.58	63.43
其他应收款	7.08	15.09	21.06	145.36
长期股权投资	62.44	111.79	154.89	170.52
其他权益工具投资	46.03	41.13	41.85	83.11
固定资产	59.76	73.36	91.11	88.12
在建工程	19.51	11.29	13.96	14.81
总资产	523.10	729.55	798.64	1,022.77
总债务	87.52	190.90	247.14	373.99
所有者权益合计	270.50	362.96	389.87	450.54
总资本化比率(%)	24.44	34.47	38.80	45.36
经营活动产生的现金流量净额	11.06	17.86	19.40	24.97
投资活动产生的现金流量净额	-42.70	-79.75	-52.96	-3.02
筹资活动产生的现金流量净额	85.30	78.52	36.02	17.41

¹⁰ 公司通过全资子公司杭州杭氧控股有限公司间接持有其 9.99% 股权，2022 年对其权益法下确认投资收益 3.47 亿元，年末账面余额 29.63 亿元。

¹¹ 杭投发作为国家开放银行棚户区改造专项贷款“统贷平台”承接国开行棚改专项贷款，支持杭州市旧城区改造及新城区、产业集聚区建设；在上述业务中，杭投发仅为名义贷款方，将棚改贷款同时计入“其他应收款”和“长期借款”科目，不实际承担贷款本金及利息。

货币等价物/短期债务(X)	2.82	1.79	1.11	1.25
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	5.42	3.97	2.66	--
总债务/EBITDA(X)	3.17	3.87	5.51	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司合并口径受限资产合计为 26.62 亿元，占当期末总资产的 2.60%，主要包括受限货币资金 17.35 亿元及应收票据、存货及投资性房地产等。同期末，本部无受限资产。

截至 2022 年末，公司合并口径对外担保余额为 14.84 亿元，主要包括杭州奥体博览中心投资建设有限公司提供担保余额 7.29 亿元¹²和为关联方杭州香江科技有限公司提供担保余额 6.85 亿元。同期末，公司无影响其正常经营的重大未决诉讼。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 5 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。

假设与预测¹³

假设

- 2023 年，公司对外投资力度加大。
- 2023 年，主要参控股企业及在投项目持续推进为公司贡献较好的投资收益。
- 2023 年，公司本部投资组合仍以控股的子公司为主，无直接持有的上市公司股份。
- 2023 年，公司通过新发行长短期债券和财政注资满足投资运营业务出资需求。

预测

表 7：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 预测
经调整的净资产收益率(%)	0.14	1.44	1.63~1.80
总债务/投资组合市值(%)	30.40	35.31	43.77~48.38

注：各指标均为母公司口径数据。

资料来源：实际值根据企业提供资料，中诚信国际整理；预测值根据企业提供资料及假设情景预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，杭州资本的流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

本部资金流出主要用于债务的还本付息、对子公司的投资及资金拆借，资金平衡状况尚可。未来

¹² 根据《交银施罗德资管杭州奥体 2 号专项资产管理计划保证合同》以及中共杭州市委常委会纪要〔2015〕17 号文件要求，杭汽轮控股、西湖电子集团、杭氧控股、华东医药集团、杭州市实业投资集团有限公司、杭州市金融投资集团有限公司、杭州文化广播电视集团有限公司等共同为杭州奥体博览中心投资建设有限公司在交银施罗德资产管理有限公司办理业务形成的各类债务提供最高额连带责任担保 40.00 亿元，其中杭州资本及下属子公司提供 7.29 亿元担保，担保期限自 2015 年 7 月 24 日至 2025 年 7 月 24 日。

¹³ 中诚信国际对受评对象的预测性信息是中诚信国际对受评对象信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与受评对象相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与受评对象的未来实际经营情况可能存在差异。

一年，随项目对外出资的持续推进，预计投资活动仍存在一定缺口，目前公司取得投资收益收到的现金规模仍较小，公开市场存续债券集中到期压力较为可控。截至 2023 年 3 月末，本部货币资金为 34.98 亿元，无使用受限情况；同期末，本部在多家银行的授信额度合计 776.48 亿元，其中未使用授信额度 718.77 亿元，合作银行以国有大型银行为主，备用流动性充足；债务融资工具发行顺畅，利率位于同行业较优水平，大部分债务到期可以接续。此外，本部间接持有的一定的上市公司股份，可提供一定的流动性支撑。综上所述，本部流动性较强，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。

合并口径资金流出主要系债务还本付息、股权投资和固定资产投资，公司总体经营获现能力强，现金及等价物储备尚可，未使用授信充足，融资渠道畅通，资金平衡状况良好。因股权及基金投资规模扩大、杭氧股份等子公司在建项目持续投入，合并口径亦存在一定投资缺口，债务规模持续增长但集中到期压力较为可控。截至 2023 年 3 月末，合并口径货币资金为 157.25 亿元，其中受限货币资金 17.35 亿元，比例较低；合并口径银行授信额度 1,265.53 亿元，未使用授信额度为 885.17 亿元¹⁴。此外，公司控股上市公司股权融资渠道畅通，财务弹性良好。

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要债务到期分布情况（亿元）

	2023.4-12	2024	2025 及以后
母公司口径合计	53.60	24.80	39.70
银行借款	3.50	-	9.70
公募债券	50.00	20.00	30.00
债权融资计划	0.10	4.80	-
合并口径合计	132.11	60.90	160.12
银行借款	73.81	36.10	115.32
公募债券	58.20	20.00	44.80
债权融资计划	0.10	4.80	-

注：债务统计口径与财务报表口径略有差异，不含租赁负债、应付票据、企业间借款。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析¹⁵

中诚信国际认为，公司本部面临的环境问题较少，下属子公司注重环保问题与安全生产，为其平稳运营奠定基础，公司积极履行社会责任，法人治理结构完善，内控制度健全，目前 ESG 表现较好，对持续经营和信用风险无负面影响。

环境方面，本部作为投资控股企业，面临的环境问题较少。控股子公司方面，2022 年杭氧股份、杭汽轮均无因环境问题受到行政处罚的情况；其他子公司面临的环境问题较少。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高，积极履行社会责任；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，公司法人治理结构完善，内控制度健全。公司由杭州市人民政府出资并授权杭州市国资委履行出资人职责并行使股东权利，不设股东会，设董事会、监事会。由于成立时间较短，尚有部分董事、监事的任命委派或选举程序未完成。公司按照规范化、专业化、资本化的管理导

¹⁴ 不包含西湖电子集团获得的融资性备用信用证授信 1,000 万美元和内保外贷授信 5,000 万港币。

¹⁵ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

向，在财务管理、投资管理办法、关联交易管理和安全生产等方面配套制度完善，内部控制体系健全，对上市公司以外的主体已基本实现资金归集，但由于国裕国贸的少数股东持股比例较高，且其经营的贸易业务资金需求较大，未对其实施资金归集；此外，西湖电子集团下属数源科技 2022 年度内部控制审计报告被会计师事务所出具否定意见¹⁶，未来需关注其内控制度流程整改情况。战略方面，公司未来将锚定做强资本做大产业做优生态战略目标，着力发挥好国有资本在产业发展中的引领、撬动和整合作用，秉持资本即服务和“资本+”理念，发挥“全周期”投资体系优势，打造“两基金一中心”，推动国有资本在智能物联、生物医药、高端装备、新材料、绿色能源等战略新兴产业布局，重点开展科创投资、产业投资、股权管理、资本运作、股权管理等业务。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

杭州市对公司支持能力和支持意愿很强，持续在划入优质资产、资金和业务等方面为公司提供支持，为公司发展提供了良好的基础。

公司实际控制人为杭州市国资委。杭州市为浙江省省会，是杭州都市圈核心城市，也是国务院批复确定的浙江省经济、文化、科教中心、长江三角洲中心城市之一，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，财政实力不断增强。2022 年杭州市全年地区生产总值为 18,753 亿元，按可比价格计算，比上年增长 1.5%，全年三次产业增加值结构为 1.8:30.0:68.2，杭州市投资结构改善，工业投资增势强劲，其中计算机通信和其他电子设备制造业、医药制造业、汽车制造业投资分别增长 22.3%、58.2% 和 72.4%。2022 年杭州市全市一般公共预算收入 2,451 亿元，比上年增长 2.7%，扣除留抵退税因素后增长 8.4%，其中税收收入占比 88.5%，财政自给能力较强。

公司作为杭州市重要的市属国有资本投资运营公司，系杭州市人民政府落实中央做大做强国有资本最重要的市级战略板块，辅助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，战略地位显著。公司自成立以来得到较多优质资产划转及资金支持。2023 年一季度，杭州市财政局将杭高投和杭投发 100% 股权无偿划转至公司，涉及国有净资产账面价值分别为 48.61 亿元和 37.66 亿元，资产划转完成后，进一步增强了公司的投资运营业务规模与资本实力。公司与下属科创集团将分别负责组建千亿规模的杭州创新基金和杭州科创基金，同时公司将继续参与杭州市国企改革和战略新兴产业项目等投资，未来有望继续获得杭州市财政资金支持。

同行业比较

中诚信国际选取了杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭实集团”）、杭州市金融投资集团

¹⁶ 根据中汇对数源科技出具的 2022 年度内部控制审计报告，由于：1）2022 年数源科技开展缺乏商业合理性的商品贸易，形成大额的应收款项，相关应收款项余额为 46,248.07 万元，截至报告日，上述应收款项有 38,534.82 万元尚未收回，其中 37,316.58 万元已逾期，数源科技相关内部控制制度未能防止或及时发现并纠正上述行为，存在重大缺陷；2）2022 年数源科技开具服务费等内容的发票金额中有 6,479.59 万元，数源科技无法充分证实相关交易的商业合理性，其相关内部控制制度未能合理设计并有效执行以识别交易的商业合理性，存在重大缺陷；3）截至 2022 年末，数源科技部分联营企业的其他股东以及其他股东的关联方占用联营企业资金净额为 89,432.07 万元，数源科技的投后管理内部控制制度未能合理设计并有效执行以维护其对外投资的权益，存在重大缺陷。中汇认为，由于存在上述重大缺陷及其对实现控制目标的影响，数源科技于 2022 年末未能按照《企业内部控制基本规范》和相关规定在所有重大方面保持有效的财务报告内部控制。

有限公司（以下简称“杭州金投”）为杭州资本的可比公司，上述三家公司均系杭州市政府下属的国有资产运营主体，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，杭州资本的业务风险在同业中处于很低水平，杭州资本与可比公司均具有明确的投资职能定位以及完善的投资管理机制，相较杭实集团和杭州金投，杭州资本的成立时间较短，投资业绩有待持续观察，杭州资本对子公司的控制力较强，间接持有上市公司市值规模较大，本部财务风险较低，与同行业相比，财务杠杆处于较低水平，但目前盈利能力偏弱。

评级结论

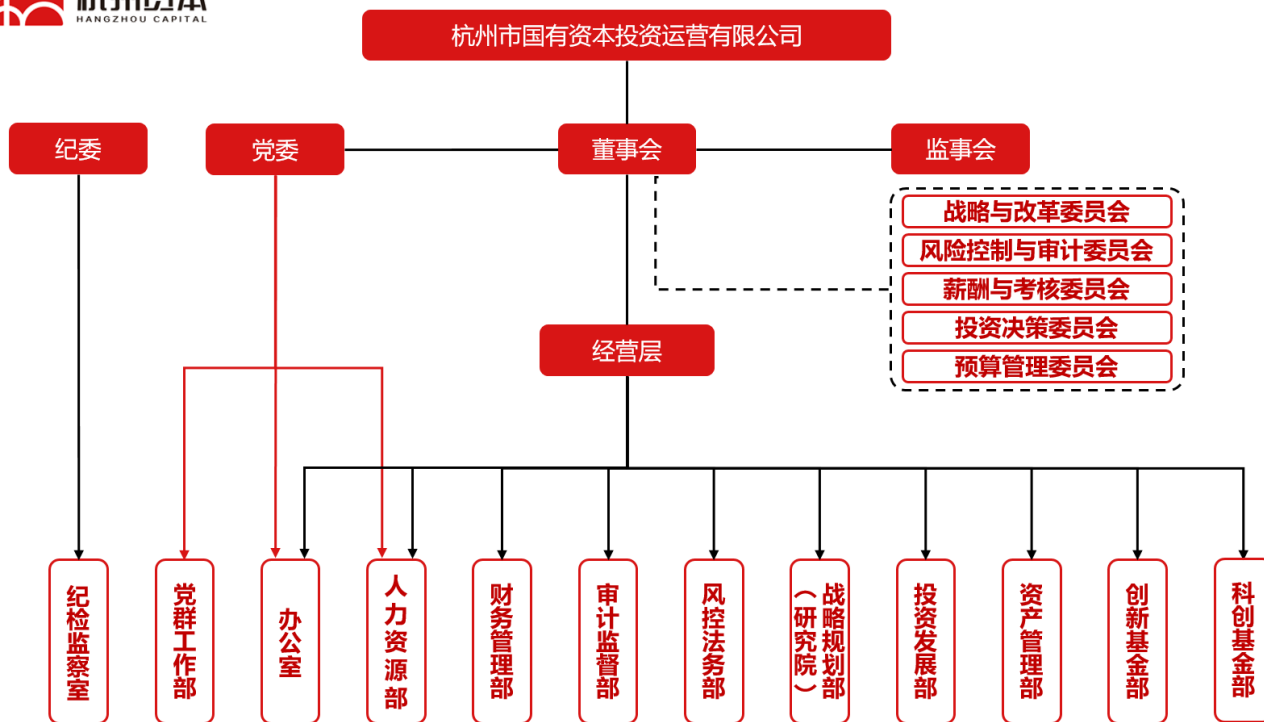
综上所述，中诚信国际维持杭州市国有资本投资运营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

附一：杭州市国有资本投资运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



截至 2023 年 3 月末公司主要子公司情况

全称	简称	持股比例
杭州市国佑资产运营有限公司	国佑资产	100.00%
杭州产业投资有限公司	杭州产投	100.00%
杭州国裕国际贸易有限公司	国裕国贸	51.00%
杭州杭氧控股有限公司	杭氧控股	90.00%
杭州汽轮控股有限公司	杭汽轮控股	90.00%
西湖电子集团有限公司	西湖电子集团	90.00%
杭州华东医药集团有限公司	华东医药集团	100.00%
杭州市科创集团有限公司	科创集团	100.00%



资料来源：公司提供

附二：杭州市国有资本投资运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
货币资金	871,734.16	1,080,706.62	1,208,843.54	1,572,490.40
应收账款	398,819.05	638,440.40	773,802.81	684,906.93
其他应收款	70,777.40	150,921.95	210,638.76	1,453,586.32
存货	724,805.66	1,046,188.36	995,791.49	634,266.93
长期投资	1,130,294.16	1,678,125.68	2,234,521.71	3,333,698.77
固定资产	597,604.74	733,600.48	911,133.29	881,201.32
在建工程	195,132.59	112,859.38	139,564.63	148,147.35
无形资产	94,428.88	97,593.17	98,344.66	83,661.59
资产总计	5,231,005.90	7,295,548.41	7,986,434.94	10,227,666.48
其他应付款	156,955.02	134,235.62	130,132.43	574,135.36
短期债务	427,331.57	993,217.36	1,306,609.17	1,396,893.18
长期债务	447,823.12	915,770.72	1,164,747.64	2,343,005.29
总债务	875,154.69	1,908,988.09	2,471,356.80	3,739,898.47
净债务	33,266.33	873,227.70	1,439,411.12	2,340,917.46
负债合计	2,525,974.08	3,665,953.25	4,087,770.66	5,722,259.90
所有者权益合计	2,705,031.83	3,629,595.17	3,898,664.28	4,505,406.57
利息支出	20,411.58	44,998.29	73,068.58	--
营业总收入	1,751,692.20	3,768,660.38	3,940,208.53	1,037,180.08
经营性业务利润	128,643.40	262,834.19	246,379.46	50,179.09
投资收益	88,972.51	128,307.03	120,692.11	54,846.27
净利润	171,544.80	324,795.51	264,287.15	81,792.25
EBIT	217,839.77	408,303.57	338,842.82	--
EBITDA	276,367.22	493,784.87	448,173.05	--
经营活动产生的现金流量净额	110,596.96	178,555.65	194,043.80	249,724.32
投资活动产生的现金流量净额	-426,988.43	-797,487.52	-529,569.68	-30,157.48
筹资活动产生的现金流量净额	853,014.52	785,216.28	360,166.78	174,111.94
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
营业毛利率(%)	13.61	15.76	15.68	14.73
期间费用率(%)	6.18	9.01	9.35	9.69
EBIT 利润率(%)	12.44	10.83	8.60	--
总资产收益率(%)	--	6.52	4.43	--
流动比率(X)	1.58	1.72	1.56	1.71
速动比率(X)	1.18	1.31	1.19	1.51
存货周转率(X)	--	3.59	3.25	4.34*
应收账款周转率(X)	--	7.27	5.58	5.69*
资产负债率(%)	48.29	50.25	51.18	55.95
总资本化比率(%)	24.44	34.47	38.80	45.36
短期债务/总债务(%)	48.83	52.03	52.87	37.35
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.11	0.07	0.05	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.22	0.13	0.10	--
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	5.42	3.97	2.66	--
总债务/EBITDA(X)	3.17	3.87	5.51	--
EBITDA/短期债务(X)	0.65	0.50	0.34	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	13.54	10.97	6.13	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	10.67	9.07	4.64	--
FFO/总债务(X)	0.18	0.19	0.15	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理。

附三：杭州市国有资本投资运营有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	92,342.99	346,643.86	258,398.26	349,820.34
应收账款	-	-	-	-
其他应收款	31,095.94	55,685.48	53,889.29	99,905.60
交易性金融资产	68,271.50	315,598.30	145,737.86	97,363.97
债权投资	-	-	-	-
其他债权投资	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	1,616,457.92	2,238,946.36	2,685,891.81	3,523,816.48
其他权益工具投资	-	-	-	-
其他非流动金融资产	-	-	-	-
固定资产	118.57	117.09	219.26	212.99
投资性房地产	-	-	-	-
资产总计	1,808,430.60	3,028,541.96	3,250,153.46	4,135,838.72
投资组合账面价值	1,777,072.41	2,901,188.51	3,090,027.93	3,971,000.78
投资组合市值	1,777,072.41	2,901,188.51	3,090,027.93	3,971,000.78
其他应付款	38,058.08	168,277.29	178,349.86	183,194.33
短期债务	105,524.22	380,013.09	445,236.15	545,275.28
长期债务	203,513.21	502,000.00	645,753.59	645,761.53
总债务	309,037.42	882,013.09	1,090,989.74	1,191,036.81
净债务	216,694.43	535,369.23	832,591.48	841,216.48
负债合计	348,503.08	1,050,913.35	1,271,467.41	1,377,665.85
所有者权益合计	1,459,927.52	1,977,628.62	1,978,686.05	2,758,172.87
利息支出	7,379.17	15,882.72	25,872.95	--
营业总收入	796.94	2,586.61	2,672.45	507.08
经营性业务利润	-4,017.41	-10,978.36	-17,637.29	-7,145.62
投资收益	9,281.83	11,822.42	46,452.92	2,403.68
净利润	3,843.44	2,446.41	28,386.82	-4,729.80
EBIT	12,643.59	18,074.70	54,676.83	--
经营活动产生的现金流量净额	46,733.48	135,668.84	10,996.01	4,472.28
投资活动产生的现金流量净额	-306,754.22	-769,779.82	-219,732.39	-107,036.66
筹资活动产生的现金流量净额	231,523.03	859,335.24	155,530.64	193,950.94

财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率(%)	--	0.75	1.74	-0.49*
经调整的净资产收益率(%)	--	0.14	1.44	-0.80*
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.71	0.69	0.67	0.79
应收类款项占比(%)	1.72	1.84	1.66	2.42
资产负债率(%)	19.27	34.70	39.12	33.31
总资本化比率(%)	17.47	30.84	35.54	30.16
短期债务/总债务(%)	34.15	43.08	40.81	45.78
总债务/投资组合市值(%)	17.39	30.40	35.31	29.99
现金流利息覆盖倍数(X)	7.22	9.05	1.63	--
货币等价物/短期债务(X)	1.52	1.74	0.91	0.82
总债务/EBITDA(X)	24.40	48.71	19.92	--
EBITDA/短期债务(X)	0.12	0.05	0.12	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	1.72	1.14	2.12	--
EBIT 利息覆盖倍数(X)	1.71	1.14	2.11	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
总债务	长期债务+短期债务
经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
资产负债率	负债总额/资产总额
总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
长期投资	债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资
应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
存货周转率	营业成本/存货平均净额
投资组合账面价值	货币资金+长期股权投资+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
投资组合市值	投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
上市公司占比	母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
应收类款项占比	(应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
期间费用率	期间费用合计/营业收入
经营性业务利润	营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
经调整的净资产收益率	净利润/经调整的所有者权益平均值
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
EBIT 利息覆盖倍数	EBIT/利息支出
EBITDA 利息覆盖倍数	EBITDA/利息支出
经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出
现金流利息覆盖倍数	(经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用；2、根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
b	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，受评对象不能偿还债务。

注：除 aaa 级，ccc 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
C	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

短期债项等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn