



# 2023 年度杭州市实业投资集团有限公司信用评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20231790M-01

---

## 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，未受评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级对象使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为 2023 年 6 月 27 日至 2024 年 6 月 27 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。
- 未经中诚信国际事先书面同意，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。

## 跟踪评级安排

- 根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在评级对象的评级有效期内进行跟踪评级。
- 我公司将在评级对象的评级有效期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注评级对象公布的季度报告、年度报告及相关信息。如评级对象发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并根据监管要求进行披露。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

**评级对象** 杭州市实业投资集团有限公司

**主体评级结果** AAA/稳定

### 评级观点

中诚信国际认为杭州市经济财政实力及增长能力省内领先，潜在的支持能力很强；杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭州实业”或“公司”）投资企业资产质量良好、股权投资收益系公司利润重要补充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抬升、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。

### 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。

### 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：**公司资产质量显著下降；风险控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。

## 正面

- **区域经济实力较强。**杭州市区域经济发展水平较高，近年来地方经济实力稳步增长，为公司的发展提供了良好的外部环境。
- **投资企业资产质量良好，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。

## 关注

- **主营业务受市场行情影响较大。**大宗产品产业链服务收入和家电等其他商品销售收入成为公司营业收入的主要来源，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。
- **财务杠杆抬升，面临一定短期偿债压力。**大宗产品产业链服务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，财务杠杆抬升。截至2023年3月末，公司资产负债率和总资本化比率分别增至73.28%和63.06%；短期债务规模增至374.52亿元，占同期末总债务的比例为93.23%，面临一定短期偿债压力。

项目负责人：马蕙桐 hma01@ccxi.com.cn

项目组成员：杨成 chyang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

## 财务概况

杭州实业（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	630.96	754.41	770.39	880.91
所有者权益合计（亿元）	195.20	220.47	232.75	235.35
负债合计（亿元）	435.76	533.94	537.64	645.56
总债务（亿元）	225.34	266.40	279.83	401.73
营业总收入（亿元）	1,522.29	1,810.55	1,771.25	354.01
净利润（亿元）	24.32	44.24	38.42	3.33
EBIT（亿元）	38.85	59.88	53.99	-
EBITDA（亿元）	40.93	62.85	58.81	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	3.83	-3.66	-1.29	-55.22
营业毛利率（%）	3.23	2.50	2.16	3.59
总资产收益率（%）	6.16	8.64	7.08	1.59
EBIT 利润率（%）	2.55	3.31	3.05	-
资产负债率（%）	69.06	70.78	69.79	73.28
总资本化比率（%）	53.58	54.72	54.59	63.06
总债务/EBITDA（X）	5.51	4.24	4.76	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.21	4.78	5.47	-
FFO/总债务（X）	-0.07	-0.04	0.08	-0.58

杭州实业（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	276.47	291.48	291.31	317.26
负债合计（亿元）	131.78	134.59	121.65	146.30
总债务（亿元）	93.59	76.36	61.92	79.31
所有者权益合计（亿元）	144.68	156.89	169.66	170.96
投资收益（亿元）	16.63	17.28	16.01	1.58
净利润（亿元）	13.73	18.46	17.60	1.34
EBIT（亿元）	17.83	22.23	21.23	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	2.63	3.65	3.39	7.21
经调整的净资产收益率（%）	9.49	12.24	10.78	3.14
资产负债率（%）	47.67	46.18	41.76	46.11
总资本化比率（%）	39.28	32.74	26.74	31.69
总债务/投资组合市值（%）	49.46	35.52	22.24	26.05
现金流利息覆盖倍数（X）	4.33	4.55	5.58	12.98

注：1、中诚信国际根据杭州实业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 年、2021 年度审计报告、经亚太（集团）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 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、其他流动负债、其他应付款和其他非流动负债中带息债务计入总债务统计；3、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

杭州市实业投资集团有限公司					
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	--	2022/06/24	陈苹、魏蔓	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	--	2017/07/28	郭静静、李傲颜	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA+/稳定	--	2014/01/24	毛菲菲、安然	--	<a href="#">阅读全文</a>

## 同行业比较（2022 年本部数据）

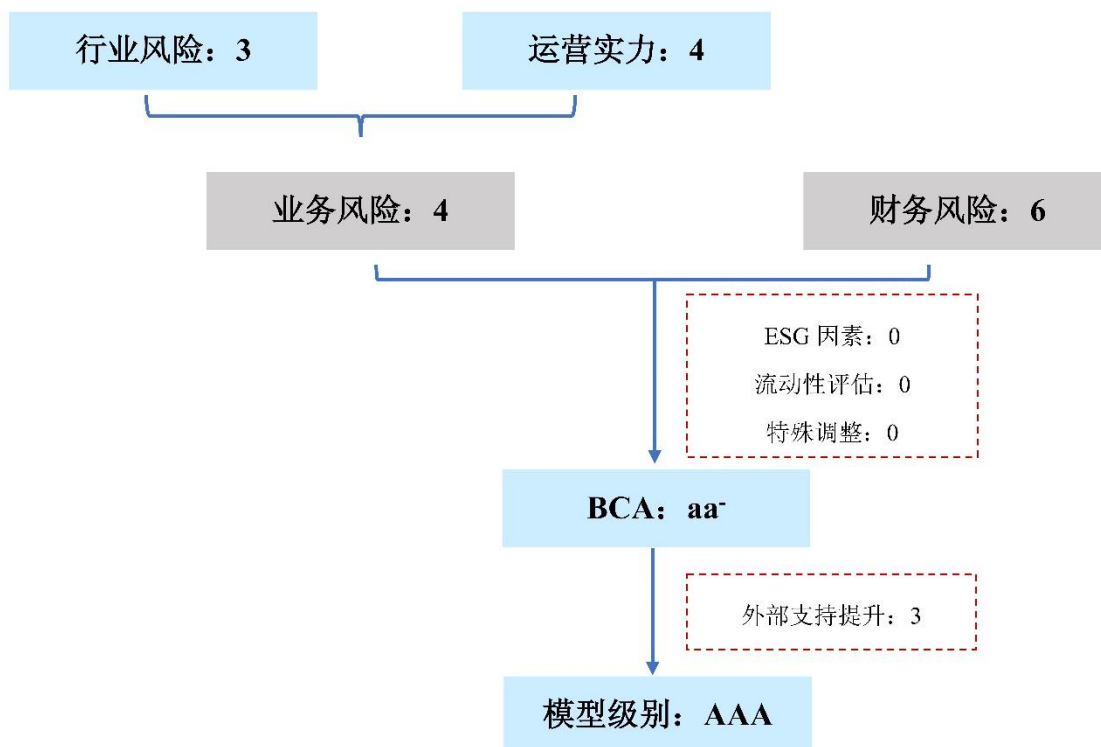
公司名称	业务定位	地区	GDP (亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	总资产(亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率(%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
杭州市实业投资集团有限公司	杭州市重要国有资产运营主体，主要管理杭州市化工、轻工和纺织等工业企业	浙江省-杭州市	18,753.07	2,450.61	291.31	60.00	41.76	16.01	17.60

杭州市金融投资集团有限公司	浙江省内重要的金融投资平台之一，承担推动地方金融发展、产业发展等职能	浙江省-杭州市	18,753.07	2,450.61	484.88	50.00	76.16	26.36	10.88
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州市重要国有资本投资运营公司	浙江省-杭州市	18,753.07	2,450.61	325.02	100.00	39.12	4.65	2.84

中诚信国际认为，与同行业相比，杭州实业的投资收益处于中等水平，但投资组合资产流动性一般，财务杠杆处于中等水平，总体财务风险处于中等水平。

## 评级模型

### 杭州市实业投资集团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:

杭州实业属于投资控股企业，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；杭州实业的投资策略良好，投资风险低，但母公司主要投资对象的资产流动性一般，业务风险评估为中等。

### ■ 财务风险:

杭州实业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，财务风险评估为很低。

### ■ 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实业个体基础信用等级无影响，杭州实业具有 aa<sup>-</sup> 的个体基础信用等级，反映了其中等的业务风险和很低的财务风险。

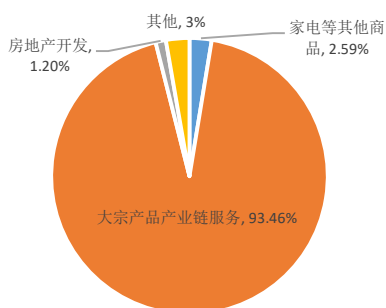
### ■ 外部支持:

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。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 评级对象概况

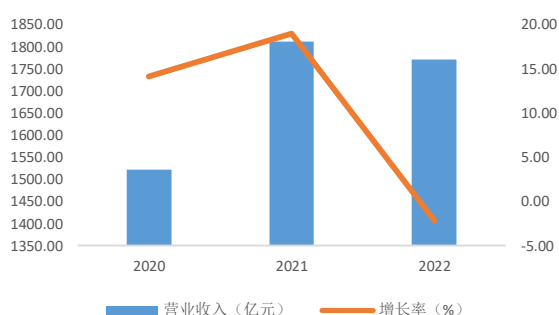
公司成立于 2001 年 11 月，初始注册资本为 10 亿元，系在杭州化工控股（集团）有限公司、杭州市轻工控股（集团）有限公司、杭州市医药管理局、杭州市纺织化纤工业公司、杭州市机械电子控股（集团）有限公司、杭州市丝绸控股（集团）有限公司、杭州市建材冶金控股（集团）有限公司、杭州市二轻控股（集团）有限公司等 8 家杭州市市属企事业单位基础上组建的国有独资公司。公司作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体，主要管理杭州市化工、轻工和纺织等工业企业。同时，公司利用下属企业搬迁的契机承担部分搬迁企业土地开发业务。近年来，随着国企改革推进，公司业务拓展至货物贸易产业服务和股权投资等领域，业务趋于多元化。2022 年，实现营业总收入 1,771.25 亿元。

图 1：2022 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

**产权结构：**截至 2023 年 3 月末，公司实收资本为 60.00 亿元，拥有 9 家一级子公司，控股股东及实际控制人为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”）。

表 1：截至 2022 年末公司主要子公司情况（亿元）

全称	简称	持股比例	2022 年末		2022 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
杭州热联集团股份有限公司	热联集团	51.00%	411.27	76.49	1,701.47	22.68
杭州金鱼电器集团有限公司	金鱼集团	100.00%	23.19	8.92	39.46	2.71
杭实股权投资基金管理（杭州）有限公司	杭实基金	100.00%	2.00	1.49	0.61	0.36
杭州市工业企业投资发展有限公司	工投发展	100.00%	37.86	7.06	2.41	1.39

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 业务风险

### 宏观经济与行业政策

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，产出缺口相较于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>

## 运营实力

**中诚信国际认为，公司作为杭州市重要的国有资本投资运营公司，职能定位重要，投资职能定位明确，投资涉及多个行业，在家电制造、大宗产品产业链服务等领域集中度较高，公司投资管理制度健全，风险管理制度较为完善。**

*公司作为杭州市重要的综合性国有金融投资平台，战略地位重要，投资管理机制良好，风险控制机制较为完善。*

公司系杭州市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、市级优质国有资产运营、发展杭州市重点产业等，系杭州市政府落实中央做大做强国有资本最重要的市级战略板块。公司仍以产业服务和产业投资为两个主要发展方向，其中产业投资主要集中在四个方面：制造业、产业园区的建设运营投资、大宗商品产业链服务以及新兴产业。

公司制定了《杭州市实业投资集团有限公司投资管理办法》，其中明确对于集团公司本级单项 2,000 万元及以上的非主业投资项目、投资企业非主业投资项目、境外投资项目、新设四级企业的股权投资项目、涉及老字号的保护传承发展的投资事项等项目需经集团公司董事会审议通过后，上报杭州市国资委审批；对集团公司主业范围的境内投资项目、集团公司非主业范围的单项投资金额人民币 2,000 万元以下的境内投资项目、投资企业资产负债率超 70% 情况下的主业投资项目、投资企业董事会决策权限范围外的投资项目需经集团公司董事会或党委会审议通过。此外，《投资管理制度》对投资事前管理、投中事中管理、投资事后管理、投资风险管理和责任追究做了明确的规定。

*公司本部投资组合以控股的子公司为主，在家电制造和大宗产品产业链服务领域集中度较高，同*



时公司纳入长期股权投资的重点参股企业主要为制造业类型企业，业务类型集中度较高，但符合公司在杭州市内的职能定位。

作为投资控股类企业，公司主要业务仍由专业化子公司具体运营，本部投资组合主要以对控股子公司的投资为主，投资行业包括制造业、产业园区的建设运营投资、大宗商品产业链服务等多个领域，但在家电制造、大宗商品产业链服务的投资占比较大。公司控股投资的主要对象为较成熟的公司，盈利能力和运营实力较强。总体来看，本部投资组合风险较低。

公司本部持有多家优质的制造、大宗商品产业链等企业股份，截至 2023 年 3 月末，公司纳入长期股权投资的重点参股企业 7 家，主要为制造业类型企业，其中杭华油墨股份有限公司（以下简称“杭华股份”，代码：688571.SH）为上市公司，公司对杭华股份持有 37.50% 股份，所持股份市值为 24.79 亿元（依据 2023 年 6 月 16 日股价计算）。2022 年公司本部投资收益为 16.01 亿元。

表 2：截至 2023 年 3 月末公司重要长期股权投资情况（亿元）

被投资单位	投资成本	2022 年末账面价值	投资收益		
			2020	2021	2022
杭华油墨股份有限公司	制造业	5.18	37.50	0.45	0.55
杭叉集团股份有限公司	制造业	15.42	20.10	1.30	1.68
财通基金管理有限公司	金融业	5.77	30.00	0.21	0.39
杭州热电集团股份有限公司	制造业	4.21	22.50	0.46	0.52
西子清洁能源装备制造股份有限公司	制造业	5.14	13.59	0.50	0.70
杭州电化集团有限公司	制造业	4.85	28.45	0.88	0.96
中策橡胶集团股份有限公司	制造业	30.30	25.00	2.77	4.72
合计		70.87	177.14	6.57	9.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司为拓展产业布局，强化国有资产管理职责，大力发展基金投资以及资产管理业务，为公司打造国际化投资平台奠定了良好基础。

公司资本运营业务主要包括基金管理与资产管理业务，运营主体主要为杭实基金和杭实资产管理（杭州）有限公司（以下简称“杭实资管”）。

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，主要通过旗下两支母基金汇实和凌晟对外投资，两支母基金原主要为偏短期偏债投资基金，近两年逐步向战略新兴产业的股权投资基金转型，特别是汇实母基金，目前已投资赛德光电材料（浙江）有限责任公司、杭州明视康眼科医院有限公司和穆松桥新材料科技有限公司等。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 2023 年 3 月末，杭实基金在管基金已累计投放项目 115 个，投资总额超 143.90 亿元，累计获得投资收益 12.17 亿元，其中 2022 年和 2023 年一季度分别获得投资收益 1.74 亿元和 0.19 亿元。同期末，杭实基金在管投资金额合计 55.23 亿元，其中 2022 年和 2023 年一季度分别投放项目 23 个和 6 个，投放金额分别为 34.27 亿元和 3.79 亿元。

杭实资管成立于 2017 年 9 月，已于 2019 年 5 月取得基金管理人牌照。杭实资管作为公司打造产商融国际化投资的战略股权投资平台，主要职责为通过专业化投资、嫁接产业和资本资源、加快战略新兴战略布局、做强做优做大国有企业。

杭实资管业务以战略股权投资为主，重点投资大健康、数字经济和新兴制造等方向，主要业务模

式为“内外部产业联动”和“直投加基金”。在投资策略上，基本业务逻辑为“投资+赋能式增值服务”，核心业务逻辑为“1+N”，即围绕重点赛道和头部企业的生态链进行N个布局。在业务结构上，从参与投资向领投甚至控股核心项目转变，并参与头部企业定增和并购，培育企业成长，获取长期收益。在投后管理上，以“赋能式”管理为主线，积极协助企业发展，在多层次需求上服务已投企业，嫁接各类资源，实现多方共赢。公司目前主要围绕成熟期和发展期的公司开展投资，业务紧紧围绕主业和战略产业发展方向布局，构建了不同发展阶段组合。

截至2023年3月末，杭实资管在管基金规模115.01亿元，其中受托管理杭州赋实投资管理合伙企业（有限合伙），基金注册规模100.00亿元；杭州实硕股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模9,800.00万元；杭州杭实创汇股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模7,100.00万元；杭州济实生物医药股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模1,520.00万元；杭州基实股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模3,750.00万元；杭州远实股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模3,700.00万元；杭州杭实进取股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模3,100.00万元；杭州杭实格林达股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模10,000.00万元；杭州山丰股权投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模10,100.00万元；杭州视谷创业投资合伙企业（有限合伙），基金注册规模101,000.00万元。同期末，杭实资管在管基金已累计投放项目63个，投资总额超42.11亿元，累计获得投资收益1.94亿元，其中2022年和2023年一季度分别获得投资收益0.94亿元和0亿元。此外，2022年和2023年一季度杭实资管在管基金分别投放项目27个和4个，投放金额分别为11.60亿元和1.77亿元。

**公司业务收入主要集中在家电制造和大宗产品产业链服务业务，上述两项业务在行业内均有较强竞争力，但均受市场行情以及政策影响较大，需关注公司未来对抗外部环境以及政策风险的能力。**

表3：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元、%）

	2020年			2021年			2022年			2023年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
家电等其他商品	39.42	2.59	17.46	45.44	2.51	13.68	57.10	3.22	9.97	8.46	2.39	18.02
大宗产品产业链服务	1,422.80	93.46	2.11	1,742.15	96.22	1.73	1,684.73	95.12	1.34	340.63	96.22	2.99
房地产开发	18.34	1.20	34.82	0.95	0.05	30.57	0.55	0.03	24.96	0.44	0.12	17.28
其他	41.73	2.74	14.18	22.02	1.22	39.16	28.87	1.63	33.78	4.49	1.27	20.67
合计	1,522.29	100.00	3.23	1,810.55	100.00	2.50	1,771.25	100.00	2.16	354.01	100.00	3.59
投资收益		32.02			52.29			62.60				-11.50

注：其他收入中包含让渡资金使用权、仓储及租赁等收入

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**受外部市场环境因素以及公司近年来大力研发新产品等影响，公司洗衣机的产量和销量整体处于增长趋势但略有波动。**

公司家电制造业务主要经营实体为金鱼集团，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。生产和销售方面，金鱼集团主要通过采购零部件，进行组装后销售洗衣机整机。受外部环境因素以及

公司近年来大力研发新产品等影响，公司产量和销量略有波动。

表 4：近年来金鱼集团主要洗衣机产销量情况（万台）

产品	2020		2021		2022		2023.1~3	
	产量	销量	产量	销量	产量	销量	产量	销量
全自动波轮	162.54	169.77	159.32	163.37	165.30	165.98	40.30	40.82
全自动滚筒	68.90	69.39	79.88	78.58	83.44	82.75	14.64	16.69
双筒洗衣机	0.91	0.95	0.59	0.59	-	-	-	-
迷你洗衣机及其他	6.48	6.62	13.73	10.22	-	-	-	-
手洗机器人、衣物护理柜等 高端周边产品	-	-	-	-	0.37	0.36	0.03	0.02
<b>合计</b>	<b>238.83</b>	<b>246.73</b>	<b>253.52</b>	<b>252.76</b>	<b>249.11</b>	<b>249.09</b>	<b>54.97</b>	<b>57.53</b>

注：其他收入中包含让渡资金使用权、仓储及租赁等收入

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

品牌方面，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“松下”品牌约占公司洗衣机产销总量的 95%，公司自主品牌“金松”约占 5%。从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。此外，松下品牌下沉布局国内乡镇市场，目前已设立约 3 万个网点，为公司打开乡镇市场奠定了良好基础。另外，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。

从结算方式来看，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，其主要原材料供应商的账期约为 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，整体回款情况较好，但受苏宁违约事件影响，公司对苏宁的结算方式由赊销改为预付机制，收款方式由商业承兑汇票改为电汇和银行承兑汇票，并对存量应收票据和应收账款计提较高比例的坏账准备。

研发方面，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。2022 年公司推出了目前市场上唯一一款波轮带烘干功能的洗衣机。

**自热联集团于 2019 年并入公司合并范围内开始，大宗产品产业链业务收入成为公司主要营业收入来源之一，但该业务受市场行情以及相关政策影响较大，需持续关注其未来业务稳定性。**

公司大宗产品产业链服务业务主要由热联集团及其下属子公司杭实国贸投资（杭州）有限公司（以下简称“杭实国贸”）负责。截至 2022 年末，热联集团注册资本为 33.87 亿元，公司直接持股 51.00%；年末资产总计 411.27 亿元，负债合计 334.78 亿元，当年取得营业收入 1,701.47 亿元，实现净利润 22.68 亿元。

贸易品种方面，热联集团（含杭实国贸）主要贸易品种包括钢材（螺纹钢、线材和热卷等）、化工

<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。

（橡胶、能源油品和醇烯炔类等）、原料（铁矿石和焦煤等）、农产品（棉花、油脂和谷类等）及有色金属等。截至 2022 年末，热联集团的网点建设遍布境内 28 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。仓储方面，公司主要租赁央企、国企和部分长期合作的民企仓库。截至 2023 年 3 月末，公司共经营仓库 6 个，库容约 125 万吨，分布在浙江、京津唐和广东。

贸易模式方面，公司大宗贸易以内贸为主，具体以自营、基差贸易<sup>2</sup>、联合销售、配送、代理等方式展开。其中，自营模式由于存在敞口头寸，公司将其纳入风险敞口管理，常与基差贸易相结合，把价格风险转化为波动率较低的基差风险；联合销售模式下，公司一般采取以销定采策略，不承担价格风险，若下游客户违约，则向供应商行使退货权，并向下游客户收取违约金。此外，公司贸易模式还包括三国贸易模式、出口模式和进口模式，其中三国贸易模式是指境外采购、境外销售，目前约占整体业务额的 13%，主要应用于钢材、化工和少量农产品业务，以背对背<sup>3</sup>和基差贸易等方式相结合；出口模式是指境内采购、境外销售，目前约占整体业务额的 6.7%，主要应用于钢材，以自营、背对背和基差贸易等方式展开；进口模式是指境外采购、境内销售，目前约占整体业务额的 3%，主要应用于钢材、原料和化工类业务，以代理、自营、基差贸易等方式展开。

上下游方面，2022 年公司前五大供应商合计采购金额占当年采购总额的比重为 6.98%，前五大下游客户的销售金额占销售总额的 5.97%。从结算方式来看，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，由资金管理中心统一管理，并在价格风险、预付款风险、库存及物流风险等方面建立了完善的风险控制机制。

业务开展情况方面，受贸易环境变化及大宗商品价格波动较大等影响，公司主要贸易品种的销量呈现一定分化。

表 5：近年来热联集团主要贸易品种的进货和销售情况（万吨）

品种	2020		2021		2022		2023.Q1	
	进货量	销售量	进货量	销售量	进货量	销售量	进货量	销售量
钢材类	2,041.17	1,988.27	1,999.9	2,024.3	1,831.6	1,784.0	663.2	572.3
化工类	1,046.91	1,020.55	1,093.0	1,139.3	1,005.8	927.6	437.5	271.4
原料类	1,509.17	2,016.74	1,860.3	1,854.8	3,466.9	3,351.7	1,044.1	1,067.6
有色金属类	56.69	59.57	59.6	59.3	36.5	36.9	12.7	10.8
农产品类	252.60	251.70	163.3	188.7	71.6	79.8	28.3	24.7
建筑材料类	-	-	235.5	160.6	320.9	316.4	34.1	31.6
合计	4,906.54	5,336.83	5,411.7	5,427.0	6,733.4	6,496.4	2,219.9	1,978.5

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**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，但土地出让进度及土地返还款回款进度存在较大不确定性。**

公司土地开发业务主要由下属全资子公司工投发展负责运营，该业务主要系因下属企业搬迁而产生。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》，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

<sup>2</sup> 基差贸易：在以现货贸易为基础的前提下，强化现期结合，通过研究各个品种间的区域差、品种差、产品规格差来提升基差管理水平。

<sup>3</sup> 背对背模式：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，基本已确定采购企业及购货成本。



责做地，企业搬迁补偿按土地出让收益的 45% 包干。

公司土地开发业务基本已完成，截至 2023 年 3 月末，公司已完成土地一级开发毛地面积约 1,990.78 亩，公司开发后的地由土储中心通过招拍挂方式对外出让，2023 年 3 月末已完成出让 1,190 亩，主要为住宅及商业用地性质。截至 2023 年 3 月末，公司累计获得土地出让返还款 104.49 亿元。

工投发展将未来发展的主要方向定位为产业园区的建设与运营，截至 2023 年 3 月末，工投发展已有 4 个在建的产业园区项目。

表 6：截至 2023 年 3 月末，公司在建产业园情况（万平方米、亿元）

项目名称	面积	计划总投资	已完成投资	预计完工时间
仁和里一期	9.08	6	1.27	2025 年 5 月
仁和里二期	6.67	5	0.26	2025 年 10 月
LOFT49 二期	6.29	6.5	0.69	2024 年 12 月
杭实科创中心	3.44	5.31	4.99	2023 年 6 月
合计	25.48	22.81	7.21	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 财务风险

### 母公司口径财务分析

**中诚信国际认为，近年来公司本部投资对象无明显变化，投资收益略有波动；同时，由于公司大力发展基金和资产管理业务，股权投资规模逐步增长，无偿划入资产、财政资金注入等使资本实力提升；由于资金需求波动，财务杠杆亦有所波动，但总体偿债能力保持在较好水平。未来需关注本部对被投企业的分红政策、投资项目退出进展及债务与资产期限结构匹配情况。**

公司本部无具体经营业务，利润主要来自投资收益，受益于公司本部对融资成本的有效控制，近年来财务费用逐年减少。由于公司投资对象无明显变化，受投资标的业绩波动影响，近年来公司投资收益略有波动。未来需对本部对下属子公司分红政策及投资项目退出情况保持关注。

本部总资产主要由自有及归集非上市子公司的货币资金、债务工具投资和对子公司以及联营企业的投资等组成，以非流动资产为主。2022 年以来，由于未分配利润等增加，本部货币资金有所增长，公司利用闲置资金开展债务工具投资和理财产品投资等，交易性金融资产亦有所增加，预计未来随投资项目落地将有所下降。本部长股权投资主要系对子公司的投资以及对联营企业的投资，其中，2022 年末，长期股权投资同比增长主要系对杭实资管受托管理的杭州赋实投资管理合伙企业增资 11.44 亿元。本部投资组合以对子公司的投资为主，处置变现可能性较小，资产流动性一般。本部负债主要系有息债务，近年来公司总债务略有波动，截至 2023 年 3 月末，总债务规模增至 79.31 亿元，其中短期债务占比为 82.41%。此外，公司其他应付款主要系做地项目专项应付款。公司净资产规模较为稳定，由于公司债务规模有所波动，近年来公司本部财务杠杆亦随之波动，但仍处于较优水平，但预计随未来投资增加，债务规模仍将持续上升，需关注其债务与资产期限结构匹配情况。

本部经营活动净现金流主要来自收到其他与经营活动有关的现金，2022 年有所增长主要系归集到资金集中管理系统中的资金增加所致，但同时由于 2022 年公司让渡资金使用权收入有所减少，

同年公司销售商品、提供劳务收到的现金亦有所减少。近年来，公司本部稳定收到投资活动产生的现金流入，2022 年受外部环境因素等影响，公司本部支付其他与投资活动有关的现金有所减少，使得 2022 年投资活动产生的现金流量净额有较大幅度增长。公司本部投资资金来源主要为债务融资和自有资金支持，由于 2022 年公司到期偿还债务有所增长，筹资活动产生的现金流量净额为负，且较上一年规模有所增加。

**表 7：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元）**

	2020	2021	2022	2023.3
营业总收入	5.68	5.33	3.12	0.29
期间费用合计	3.81	2.97	2.21	0.38
投资收益	16.63	17.28	16.01	1.58
<b>利润总额</b>	<b>15.07</b>	<b>19.68</b>	<b>18.79</b>	<b>1.38</b>
<b>经调整的净资产收益率(%)</b>	<b>9.49</b>	<b>12.24</b>	<b>10.78</b>	<b>3.14</b>
货币资金	10.27	12.66	27.37	65.46
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	21.24	13.88	33.28	14.58
长期股权投资	146.47	173.60	205.16	208.81
其他非流动金融资产	11.25	14.86	11.72	11.47
<b>总资产</b>	<b>276.47</b>	<b>291.48</b>	<b>291.31</b>	<b>317.26</b>
应收类款项占比(%)	28.53	22.65	2.20	2.02
<b>投资组合账面价值</b>	<b>189.24</b>	<b>214.99</b>	<b>278.44</b>	<b>304.43</b>
<b>投资组合市值</b>	<b>189.24</b>	<b>214.99</b>	<b>278.44</b>	<b>304.43</b>
实收资本	60.00	60.00	60.00	60.00
资本公积	4.94	4.54	5.32	5.28
<b>经调整的所有者权益合计</b>	<b>144.68</b>	<b>156.89</b>	<b>169.66</b>	<b>170.96</b>
一年内到期的非流动负债	0.98	3.00	26.59	44.16
短期债务	48.47	19.00	29.79	65.36
总债务	93.59	76.36	61.92	79.31
资产负债率(%)	47.67	46.18	41.76	46.11
总资本化比率(%)	39.28	32.74	26.74	31.69
经营活动产生的现金流量净额	2.63	3.65	3.39	7.21
投资活动产生的现金流量净额	-1.98	3.60	34.95	13.69
其中：收回投资收到的现金	12.63	44.63	41.03	27.93
取得投资收益收到的现金	11.73	9.90	12.63	0.11
投资支付的现金	0.12	63.13	84.98	6.15
取得投资收益收到的现金/投资收益(X)	0.71	0.57	0.79	0.07
筹资活动产生的现金流量净额	1.52	-4.89	-23.64	17.19
货币等价物/短期债务(X)	0.65	1.40	2.04	1.22
现金流利息覆盖倍数(X)	4.33	4.55	5.58	-
总债务/投资组合市值(%)	49.46	35.52	22.24	26.05

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 合并口径财务分析

中诚信国际认为，2020 年以来，随着公司业务的持续发展，合并口径资产负债规模均有所增长。同时，公司利润总额受热联集团的基差贸易实务影响较大；总体来说，公司目前较好的经营获现水平和筹资能力为资本支出提供了支持，总体偿债能力良好，但不排除公司后续会扩大投资规模的可能，需对未来财务杠杆水平保持关注。

公司利润总额主要由投资收益和公允价值变动收益构成。公司投资收益中处置衍生金融资产/负债产生的投资收益占比较高，主要系公司子公司热联集团为规避在黑色、原料、化工、农产品等大

宗商品价格波动风险、存货以及尚未确认的确定承诺的公允价值发生波动的风险，通过商品期货合约对公司持有的存货及尚未确认的确定承诺进行套期，致使公允价值变动损益和投资收益总和增加所致。热联集团于最近一年将购入的商品期货合约指定为套期工具，该等合约与相应的存货和确定采购承诺的条款相对应，采用比率分析法评价套期有效性<sup>4</sup>。

随着业务发展，公司合并口径资产与负债规模持续增长。其中，货币资金、主要由大宗产品产业链业务的库存商品构成的存货以及长期股权投资规模较大。合并口径负债主要系经营性负债和有息债务，其中短期负债占比较高。由于未分配利润的增长，合并口径权益亦有所增长。2020 年以来，公司财务杠杆比率基本稳定。

现金流方面，2022 年受外部经济环境等因素影响，公司暂时放缓了对外投资的力度，较 2021 年投资支付的现金规模显著减少，因此投资活动产生的现金流量由净流出转为净流入。2022 年受购买商品、接受劳务支付的现金、支付给职工及为职工支付的现金以及支付的各项税费增加影响，2022 年公司经营活动产生的现金流由净流入变成净流出。2022 年公司取得借款收到的现金有明显下降，但同年到期债务规模仍较大，因此 2022 年筹资活动产生的现金流呈净流出状态。整体来看，货币资金及畅通的融资渠道可为债务到期偿付提供保障，总体偿债能力良好，但仍需为未来公司财务杠杆水平保持关注。

表 8：公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元）

	2020	2021	2022	2023.3
利润总额	30.36	50.90	44.69	3.65
总资产收益率(%)	6.16	8.64	7.08	1.59
货币资金	95.07	124.85	113.97	181.60
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	36.03	23.62	45.71	27.56
长期股权投资	77.19	93.06	113.07	115.87
其他非流动金融资产	29.33	45.52	47.41	48.27
总资产	630.96	754.41	770.39	880.91
总债务	225.34	266.40	279.83	401.73
所有者权益合计	195.20	220.47	232.75	235.35
总资本化比率(%)	53.58	54.72	54.59	63.06
经营活动产生的现金流量净额	3.83	-3.66	-1.29	-55.22
投资活动产生的现金流量净额	22.24	-10.62	22.95	8.09
筹资活动产生的现金流量净额	-2.69	24.01	-11.50	96.93
货币等价物/短期债务(X)	0.56	0.48	0.53	0.42
经营活动产生的现金流量净额利息覆盖倍数(X)	0.30	-0.28	-0.12	-
总债务/EBITDA(X)	5.51	4.24	4.76	-

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

## 其他事项

截至 2023 年 3 月末，公司合并口径受限资产合计为 64.95 亿元，占当期末总资产的 7.37%，主要包括受限货币资金 53.11 亿元及固定资产、无形资产和存货融资等。同期末，本部受限资产为货币资金 0.68 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 3.55 亿元，其中为杭州奥体博览中心投资建设有限公

<sup>4</sup> 热联集团在基差贸易实务中，对于满足套期保值有效性之外的头寸，现货端计入毛利核算、衍生品端未到期部分计入当期损益—公允价值变动损益，已经到期部分计入投资收益。



司提供担保余额 2.14 亿元<sup>5</sup>。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 6 月 19 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 假设与预测<sup>6</sup>

### 假设

- 2023 年，公司本部业务板块稳步运营，营业收入稳中有升。
- 2023 年，公司本部存在对子公司增资、外部投资等投资计划。
- 2023 年，公司本部债务规模将呈增长态势。

### 预测

表 9：公司重点财务指标预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总债务/投资组合市值（%）	35.52	31.50	30.19~36.89
现金流利息覆盖倍数（X）	4.55	5.58	4.95~5.47

注：上表各指标均为母公司口径数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，杭州实业的流动性一般，未来一年流动性来源能够对流动性需求形成覆盖。**

公司本部口径现金及等价物储备充足，且未使用授信较为充足，对债务覆盖程度高。截至 2023 年 3 月末，公司本部共获得银行授信额度 90.00 亿元，其中尚未使用额度为 80.24 亿元，备用流动性较充足。

公司本部资金流出主要用于债务的还本付息及股权投资。公司短期债务规模持续扩大，截至 2023 年 3 月末短期债务为 91.16 亿元，公司未来一年的股权投资支出预计为 30~40 亿元。综上所述，公司资金平衡状况较好，流动性强，未来一年流动性来源对流动性需求形成有效覆盖。

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较强，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。因受股权及基金

<sup>5</sup> 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，杭州汽轮控股有限公司、西湖电子集团有限公司、杭州杭氧控股有限公司、杭州华东医药集团有限公司、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 10.69 亿元担保，担保期限自 2015 年 7 月 24 日至 2025 年 7 月 24 日。

<sup>6</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人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发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，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发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

投资规模扩大以及业务发展等影响，合并口径债务持续增长，但公司短期债务规模较大，面临一定集中到期压力。截至 2023 年 3 月末，货币资金为 181.60 亿元，其中受限货币资金 53.11 亿元；合并口径银行授信额度 491.64 亿元，未使用授信额度为 242.23 亿元。同时，公司拥有尚未使用的在手批文额度 57.00 亿元。总体来看，公司渠道畅通，财务弹性良好。

表 10：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

	一年以内（含 1 年）	一年以上	合计
母公司口径合计	65.36	13.95	79.31
银行融资	9.01	0.76	9.77
公司信用类债券	56.35	13.19	69.54
合并口径合计	312.31	50.43	336.60
银行融资	230.91	9.73	240.63
债券融资	62.99	31.16	94.16
非标类融资	0.06	1.75	1.81

注：上表中到期债务分布合计与报告中总债务合计略有差异系应付票据以及部分应付利息。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## ESG 分析<sup>7</sup>

**中诚信国际认为，公司治理结构较优，内控制度完善，积极履行社会责任，但同时公司主营业务受社会外部环境影响较大。**

环境方面，本部作为投资控股企业，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，但公司大宗业务受外部环境以及国际形势、相关政策等影响较大。

公司治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面均可实际管控，公开市场中信息披露较为及时；公司法人治理结构完善，设立了符合现代企业制度要求的法人治理结构，已建立健全的董事会、监事会制度；公司在内部控制及对外投资筹资等方面制定了比较健全的规章制度，并注重日常考核管理，公司运作机制合理、规范。

## 外部支持

**中诚信国际认为，杭州市政府支持能力很强，主要体现在以下方面：**

公司实际控制人为杭州市国资委，杭州市经济实力位于全国前列，是中国经济最发达的地区之一。杭州市民营经济活跃，根据全国工商联发布的“2022 中国民营企业 500 强”，杭州市企业上榜数为 41 家，入围企业数连续第 20 年位居全国城市第一。2022 年全市民营经济占地区生产总值的 61.0%，民间投资占固定资产投资总额的 50.7%。近年来，杭州市大力发展以数字经济为核心的新经济，加快构建现代化经济体系，2022 年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占 GDP 的 39.0%，数字经济核心产业增加值 5,076 亿元，增长 2.8%；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 1.2%、4.2%和 0.4%。2022 年，杭州市 GDP 和一般公共预算收入仍居省内第一，人均 GDP 排名全省第三。稳定的经济增长和良好的产业结构为杭州市财政实力形成了有力的支撑，一般公共预算收入水平位居省内首位。2020~2022 年全市一般公共

<sup>7</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

预算收入分别为 2,093.39 亿元、2,386.59 亿元和 2,450.61 亿元，主要来自税收收入，财政自给能力较强。同期，杭州市政府性基金收入分别为 3,690.45 亿元、2,460.61 亿元和 3,202.24 亿元。

#### 同时，杭州市政府对公司的支持意愿强，主要体现在：

- 1) 对政府重要性较高：公司作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体，主要管理杭州市化工、轻工和纺织等工业企业，对政府重要性较高。
- 2) 与政府的关联度高：公司作为杭州市重要的国有资本运营公司，由杭州市国资委直接控股并实际管控，同时在资金资产注入上获得政府一定支持。

**综上，中诚信国际认为，杭州市政府支持能力很强，并对公司有强的支持意愿，可为公司带来强的外部支持。**

## 同行业比较

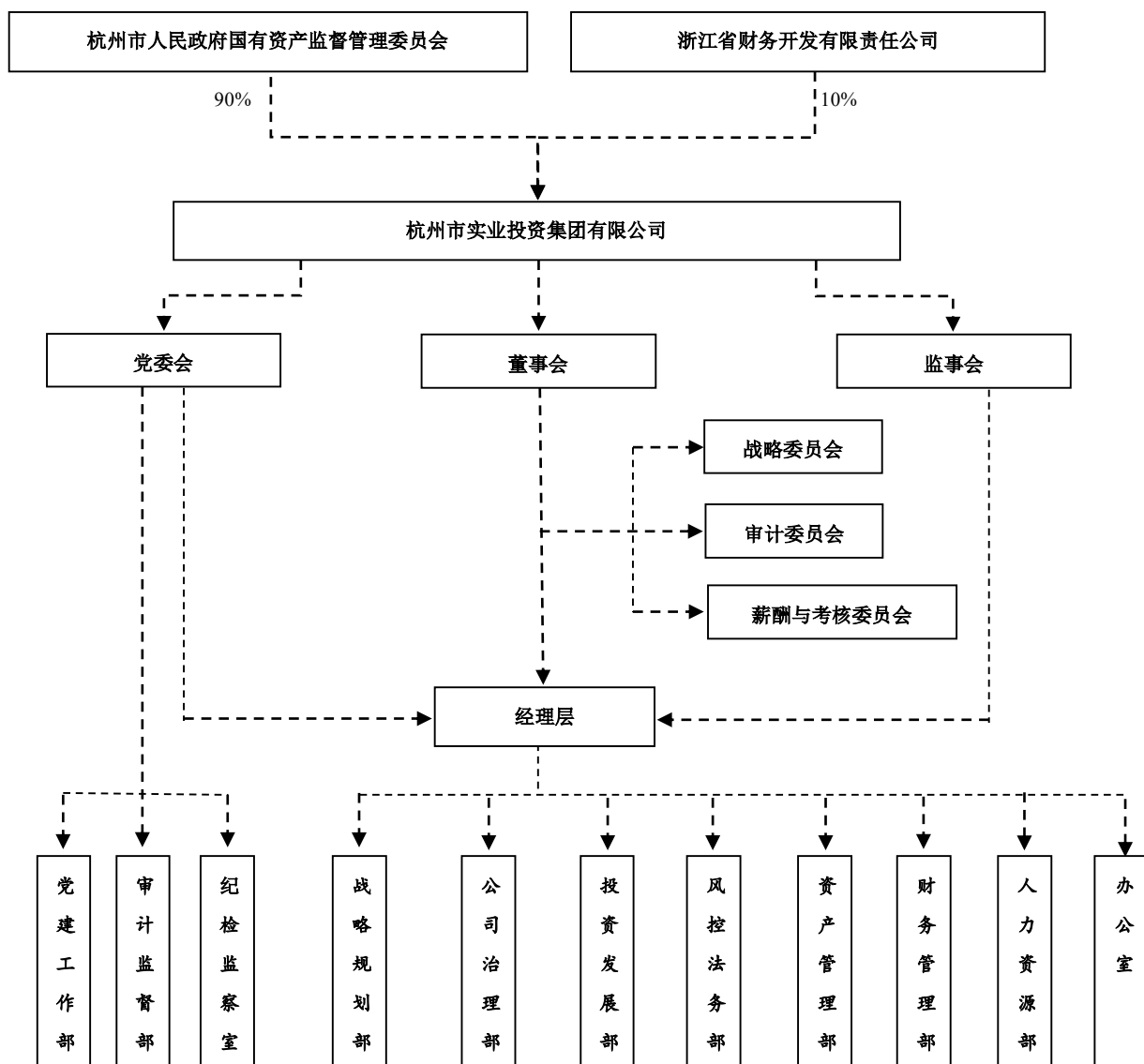
中诚信国际选取了杭州市国有资本投资运营有限公司（以下简称“杭州资本”）、杭州市金融投资集团有限公司（以下简称“杭州金投”）为杭州实业的可比公司，上述三家公司均系杭州市政府下属的国有资产运营主体，在业务和财务方面均具有较高的可比性。

**中诚信国际认为，杭州实业的业务风险与可比企业没有显著差异，杭州实业与可比公司均具有清晰的投资职能定位，投资管理及风控制度健全，投资组合较为多样化，目前投资收益在可比企业中处于中等水平。杭州实业本部持有股权主要系对控股子公司的股权，可变现程度较低，资产流动性一般。杭州金投本部债务规模不大，财务杠杆处于中等水平，总体财务风险在可比企业中处于中等水平。**

## 评级结论

综上所述，中诚信国际评定杭州市实业投资集团有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定。

## 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 2023 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	950,724.55	1,248,483.48	1,139,735.85	1,815,962.69
应收账款	187,373.54	657,857.96	448,918.94	562,880.34
其他应收款	1,106,956.30	1,291,609.44	869,676.28	741,750.80
存货	1,126,716.25	977,733.73	1,141,226.42	1,673,636.97
长期投资	1,111,361.66	1,395,754.68	1,634,159.47	1,705,069.04
固定资产	217,739.11	464,047.58	457,181.31	459,962.24
在建工程	2,731.06	625.10	510.09	383.78
无形资产	16,541.21	16,745.94	14,518.82	20,177.89
资产总计	6,309,582.54	7,544,066.09	7,703,906.70	8,809,119.72
其他应付款	183,766.58	161,679.07	170,816.81	185,919.00
短期债务	1,795,568.05	2,019,547.37	2,363,540.87	3,745,221.34
长期债务	457,799.43	644,469.69	434,751.59	272,073.96
总债务	2,253,367.48	2,664,017.06	2,798,292.46	4,017,295.30
净债务	1,631,753.15	1,962,058.60	2,006,279.49	2,732,432.61
负债合计	4,357,627.45	5,339,351.58	5,376,373.21	6,455,624.56
所有者权益合计	1,951,955.09	2,204,714.52	2,327,533.50	2,353,495.16
利息支出	127,641.02	131,430.99	107,500.92	-
营业总收入	15,222,889.25	18,105,520.93	17,712,483.98	3,540,136.09
经营性业务利润	26,549.16	53,379.47	20,377.21	49,562.33
投资收益	320,656.40	522,885.25	626,043.05	-115,007.04
净利润	243,201.21	442,432.01	384,221.64	33,322.12
EBIT	388,493.09	598,813.34	539,870.33	-
EBITDA	409,278.06	628,488.60	588,116.83	-
经营活动产生的现金流量净额	38,274.67	-36,575.04	-12,884.56	-552,159.14
投资活动产生的现金流量净额	222,398.43	-106,188.56	229,474.00	80,942.34
筹资活动产生的现金流量净额	-26,918.34	240,123.47	-115,045.22	969,301.44

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	3.23	2.50	2.16	3.59
期间费用率（%）	2.92	2.18	2.04	2.11
EBIT 利润率（%）	2.55	3.31	3.05	-
总资产收益率（%）	6.16	8.64	7.08	1.59
流动比率（X）	1.50	1.36	1.28	1.15
速动比率（X）	1.14	1.11	1.00	0.84
存货周转率（X）	13.07	16.78	16.36	9.70
应收账款周转率（X）	81.24	42.84	32.01	27.99
资产负债率（%）	69.06	70.78	69.79	73.28
总资本化比率（%）	53.58	54.72	54.59	63.06
短期债务/总债务（%）	79.68	75.81	84.46	93.23
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 总债务（X）	-0.10	-0.09	-0.13	-0.58
经调整的经营活动产生的现金流量净额/ 短期债务（X）	-0.13	-0.12	-0.15	-0.63
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍 数（X）	0.30	-0.28	-0.12	-
总债务/EBITDA（X）	5.51	4.24	4.76	-
EBITDA/短期债务（X）	0.23	0.31	0.25	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.21	4.78	5.47	-
EBIT 利息保障倍数（X）	3.04	4.56	5.02	-
FFO/总债务（X）	-0.07	-0.04	0.08	-0.58

注：1、2023年一季报未经审计；2、其他流动负债、其他应付款和其他非流动负债中带息债务计入总债务统计。

### 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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	102,709.41	126,626.39	273,746.34	654,612.48
应收账款	0.79	2,543.41	0.21	0.21
其他应收款	788,872.38	657,634.18	64,186.15	64,173.95
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	212,389.52	138,768.13	332,758.39	145,816.19
债权投资	-	-	-	-
其他债权投资	-	-	9,002.53	41,002.53
持有至到期投资	-	-	-	-
可供出售金融资产	-	-	-	-
长期股权投资	1,464,722.96	1,736,002.15	2,051,639.31	2,088,106.71
其他权益工具投资	-	-	-	-
其他非流动金融资产	112,528.55	148,551.29	117,235.64	114,713.94
固定资产	1,097.11	1,015.60	1,055.50	1,027.18
投资性房地产	15,868.06	39,002.70	35,604.17	34,903.89
资产总计	2,764,680.54	2,914,797.63	2,913,132.97	3,172,639.31
投资组合账面价值	1,892,350.44	2,149,947.95	2,784,382.20	3,044,251.85
投资组合市值	1,892,350.44	2,149,947.95	2,784,382.20	3,044,251.85
其他应付款	50,124.03	53,344.15	55,762.61	130,221.55
短期债务	484,743.99	190,038.94	297,938.14	653,624.49
长期债务	451,203.74	573,533.05	321,226.79	139,474.35
总债务	935,947.73	763,571.99	619,164.93	793,098.83
净债务	833,238.33	636,945.60	345,418.59	138,486.35
负债合计	1,317,832.01	1,345,935.04	1,216,510.47	1,463,030.08
所有者权益合计	1,446,848.53	1,568,862.58	1,696,622.51	1,709,609.22
利息支出	33,134.00	29,793.10	28,679.20	-
营业总收入	56,817.85	53,325.01	31,246.37	2,887.12
经营性业务利润	10,818.06	15,501.28	1,854.27	-2,020.72
投资收益	166,337.21	172,792.81	160,090.47	15,828.15
净利润	137,290.42	184,593.30	175,981.06	13,389.93
EBIT	178,298.34	222,257.79	212,301.63	-
经营活动产生的现金流量净额	26,294.37	36,451.86	33,862.29	72,078.01
投资活动产生的现金流量净额	-19,790.09	36,039.18	349,547.55	136,875.80
筹资活动产生的现金流量净额	15,223.46	-48,935.70	-236,408.02	171,912.44

财务指标	2020	2021	2022	2023.3
总资产收益率（%）	6.45	7.83	7.29	2.56
经调整的净资产收益率（%）	9.49	12.24	10.78	3.14
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.71	0.57	0.79	0.07
应收类款项占比（%）	28.53	22.65	2.20	2.02
资产负债率（%）	47.67	46.18	41.76	46.11
总资本化比率（%）	39.28	32.74	26.74	31.69
短期债务/总债务（%）	51.79	24.89	48.12	82.41
总债务/投资组合市值（%）	49.46	35.52	22.24	26.05
现金流利息保障倍数（X）	4.33	4.55	5.58	-
货币等价物/短期债务（X）	0.65	1.40	1.09	0.88
总债务/EBITDA（X）	5.20	3.38	2.87	-
EBITDA/短期债务（X）	0.37	1.19	0.72	-
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.43	7.58	7.52	-
EBIT 利息保障倍数（X）	5.38	7.46	7.40	-

注：1、2023年一季报未经审计；2、其他流动负债、其他应付款和其他非流动负债中带息债务计入总债务统计。



## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	短期债务	短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	长期债务+短期债务
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	资产负债率	负债总额/资产总额
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	货币等价物	非受限货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
经营效率	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)
投资组合	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
盈利能力	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
现金流	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)
偿债能力	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）66428877

传真：+86（10）66426100

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）66428877

Fax: +86（10）66426100

