

信用等级公告

联合[2014]233号

西湖电子集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况及贵公司拟发行的 2014 年公司债券进行了主动评级，确定：

西湖电子集团有限公司主体长期信用等级为 AA^{-pi}

西湖电子集团有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级 AA^{+pi}

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一四年八月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

西湖电子集团有限公司

2014 年公司债券信用评级分析报告

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: 5 亿元
债券期限: 5 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

担保方: 杭州市实业投资集团有限公司

担保方式: 无条件不可撤销的连带责任担保

评级时间: 2014 年 8 月 8 日

财务数据:

项目	2011 年	2012 年	2013 年
资产总额(亿元)	40.24	45.92	56.18
所有者权益(亿元)	11.39	12.87	14.60
长期债务(亿元)	8.27	2.35	11.48
全部债务(亿元)	15.48	14.69	21.25
营业收入(亿元)	16.42	17.99	19.54
净利润(亿元)	0.79	1.73	0.68
EBITDA(亿元)	1.77	2.86	1.54
经营性净现金流(亿元)	-2.22	0.81	-3.20
营业利润率(%)	16.71	20.43	11.92
净资产收益率(%)	6.97	13.43	4.68
资产负债率(%)	71.70	71.98	74.02
全部债务资本化比率(%)	57.61	53.31	59.27
流动比率(%)	153.11	124.31	162.33
EBITDA 利息倍数(倍)	2.93	3.34	1.76
EBITDA/全部债务(倍)	0.11	0.19	0.07
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.35	0.57	0.31

担保方

项目	2010 年	2011 年	2012 年
资产总额(亿元)	267.92	334.90	396.93
所有者权益(亿元)	74.53	93.59	117.27
营业收入(亿元)	245.32	314.71	334.19
净利润(亿元)	13.58	16.76	16.10
营业利润率(%)	11.15	10.47	12.53
资产负债率(%)	72.18	72.05	70.46

注: 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加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。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”) 对西湖电子集团有限公司(以下简称“西湖电子”或“公司”) 的评级反映了其作为杭州市六家国有资产授权经营单位之一, 具有40余年经营历史国有大型企业, 其视音频产品销售规模不断增长, 保障房及配套商超开发业务盈利稳定; 同时, 联合评级也关注到保障房建设项目后期开发融资需求较大、公司转让视音频板块经营主体等因素对其经营及信用状况带来的负面影响。

考虑到未来公司新能源产业板块业务的持续开展及盈利能力的逐步释放, 联合评级对公司评级展望为“稳定”。

本期债券由杭州市实业投资集团有限公司(以下简称“杭州实业”) 提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 杭州实业资产规模大、所有者权益规模大, 其担保对于本期债券的信用水平具有显著的提升作用。

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

优势

1. 公司视音频产品销售规模稳步增长, 部分产品在浙江区域市场占有率高。
2. 公司房地产开发资质级别高, 保障房开发经验丰富, 保障房建设及配套商超为公司带来稳定的收入和较高的利润。
3. 在新能源业务方面, 杭州市对公司支持力度较大, 该板块未来可为公司形成较为稳定可观的收入。
4. 杭州市实业投资集团有限公司作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体, 地位突出, 担保实力较强, 有效提升了本期债券偿付的安全性。

关注

1. 公司房地产开发业务目前以保障房建设为主,按照政府指定价格获得的预售房款形成的现金流入无法完全覆盖项目后期建筑安装资金需求,存在一定的对外融资压力。

2. 公司流动资产中存货占比较高,流动性一般;公司经营现金净流量规模存在波动性较高;公司整体盈利能力偏弱。

3. 2013年8月公司转让其电视机及机顶盒经营主体数源久融技术有限公司,对未来收入规模和盈利能力有一定影响。

4. 公司新能源产业处于起步阶段,尚未形成规模。

分析师

张兆新

电话: 010-85172818

邮箱: zhangzx@unitedratings.com.cn

冯磊

电话: 010-85172818

邮箱: fengl@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层(100022)

Http: //www.lianhecreditrating.com.cn

信用评级报告声明

本评级报告为主动评级报告，评级符号以“pi”后缀表示，报告中引用的相关基础信息主要由西湖电子集团有限公司提供，联合评级无法保证所引用文件资料内容的真实性、准确性和完整性。

本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，未因西湖电子集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。联合评级、评级人员与西湖电子集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本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。

本评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若本报告所依据的基础信息发生变化，联合评级将对西湖电子集团有限公司主体及本期债券的信用状况重新进行分析判断，其信用等级有可能发生变化。

一、主体概况

西湖电子集团有限公司（以下简称“公司”）系杭州市政府授权经营国有资产的国有独资公司。公司前身杭州东风电视机厂创建于1973年，1990年根据杭州市经济委员会的批复，整体改制为西湖电子集团公司，注册资金为5,000万元；1995年9月根据杭州市人民政府的批复，西湖电子集团公司整体改组为杭州西湖电子集团有限公司，注册资本增至2.32亿元，1995年11月，公司更名为西湖电子集团有限公司；2000年12月根据杭州市人民政府的改制批复及公司章程修正案，后经历多次改制及变更注册资本后，取得注册号33010000051488号《企业法人营业执照》。截至2013年底，公司注册资本为2.66亿元，杭州市人民政府国有资产监督管理委员会始终为公司唯一股东和实际控制人，出资比例占公司注册资本的100%。

公司经营范围：制造、加工、安装：电视机、彩色显示器；服务：货物进出口（法律、行政法规禁止的项目除外，法律、行政法规限制的项目取得许可后方可经营）等；含下属分支机构经营范围；其他无需报经审批的一切合法项目。

截至2013年底，公司本部设总经理办公室、组织人事部、党群工作部、投资管理部、财务审计部和移动通信研究所6个职能部门，共有职工1,367人。

截至2013年底，公司合并资产总额56.18亿元，负债合计41.58亿元，所有者权益（含少数股东权益）14.60亿元；2013年公司实现营业收入19.54亿元，净利润（含少数股东损益）0.68亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.20亿元，现金及现金等价物净增加额3.44亿元。

公司注册地址：杭州市西湖区教工路一号；法定代表人：章国经。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划于2014年申请发行5亿元公司债券（以下简称“本期债券”），债券期限为5年，采用固定利率，到期一次还本。本期债券采用单利按年付息，不计复利。

本期债券由杭州市实业投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券投资项目概况

本期债券募集资金5亿元，拟全部用于“三墩北 A-R21-03、A-R21-04 地块经济适用房工程”建设项目（以下简称“募投项目”）。

表1 募集项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资规模	募集资金使用金额
三墩北 A-R21-03 地块经济适用房	11.83	3.50
三墩北 A-R21-04 地块经济适用房	6.58	1.50
合计	18.41	5.00

资料来源：公司提供

(1) 三墩北 A-R21-03 地块经济适用房

项目概况

三墩北A-R21-03地块经济适用房工程项目总投资约118,286万元，建设地址位于杭州市西湖区三墩北单元A-R21-03地块，东至一号支路，南至里洋路，西至金汇北路，北至吴家坪路。项目总

用地面积约72,949平方米，总建筑面积260,932平方米，其中地上建筑面积218,847平方米（含配套公建），地下建筑面积42,085平方米。其中：经济住房建筑面积197,032平方米，可售商铺建筑面积18,241平方米，配套车位768个，绿地率为30%，容积率为3.0。

该项目主要是解决辖区内人均居住面积21平方米以下的低收入家庭的住房困难问题，项目规划建设3,206套，每套面积为60平方米左右，每平米售价根据《杭州市物价局关于三墩北A-R21-03、04地块经济适用住房销售价格的批复》（杭价服[2012]270号）确定，规划面积部分为每平方米3,089元，超出面积部分为每平方米7,200元。

该项目估算总投资为11.83亿元，截至2014年3月底，已完成投资4.11亿元；该工程于2013年4月开工，截至2014年3月底，已完成项目进度的35%。

项目建设意义

本项目的实施符合《国务院关于保障性安居工程建设和管理的指导意见》、全国保障性安居工程工作会议精神以及《浙江省人民政府关于加快推进保障性安居工程建设坚定不移做好房地产市场调控工作的若干意见》。项目建成后将进一步加快解决本市城镇低收入家庭住房困难以及多渠道改善中低收入家庭住房问题。同时，三墩北 A-R21-03 地块经济适用房工程项目被列入“2012 年杭州市保障性安居工程新开工 38,103 套、建成 22,972 套”的目标任务计划中。

项目效益分析

该项目的建设符合《国家发展改革委办公厅关于利用债券融资支持保障性住房建设有关问题的通知》的要求，具有加速推进杭州市城镇化进程、解决中低收入家庭住房矛盾、完善城市住房供应体系、促进房地产市场健康发展的功能。

该项目建成后，由杭州市人民政府委托项目建设单位杭州景河房地产开发有限公司进行销售，预计将产生销售收入共计118,237.95万元，占三墩北A-R21-03地块经济适用房工程项目总投资额的99.96%，具有经济效益，具体收入预测情况如下：

表 2 募投项目收入明细

序号	项目	数量	单价	收入金额 (万元)
1	经济适用房住宅	147,774 m ²	3,089 元/m ²	45,647.39
2	经济适用房住宅 (超面积)	49,258 m ²	7,200 元/m ²	35,465.76
3	可售商铺	18,241 m ²	18,000 元/m ²	32,833.80
4	地下车位	613 个	70,000 元/个	4,291.00
合计		--	--	118,237.955

资料来源：公司提供

注：销售价格参考了周边同等条件的商铺出售均价 18000 元/平方米为依据。

(2) 三墩北 A-R21-04 地块经济适用房

项目概况

三墩北A-R21-04地块经济适用房工程项目总投资约65,774万元，建设地址位于杭州市西湖区三墩北单元A-R21-04地块，东至一号支路，南至联鸿南路，西至金汇北路，北至里洋路。项目总用地面积约41,496平方米，总建筑面积142,847平方米，地上建筑面积120,338平方米，地下建筑面积22,509平方米。其中经济住房建筑面积110,768平方米，可售商铺建筑面积9,037平方米，配套车位587个，绿地率为30%，容积率为2.70。

项目规划建设1,631套，每套面积约60平方米左右。该项目估算总投资为6.58亿元；截至2014年3月底，该项目尚未开工。

项目建设意义

三墩北A-R21-04地块经济适用房项目建设符合杭州市城市总体规划、三墩北大型居住区控制性详细规划的原则及要求。该项目具有加速推进杭州市城镇化进程、解决中低收入家庭住房矛盾、完善城市住房供应体系、促进房地产市场健康发展的功能。该项目的建成，将有效地增加经济适用房的供应量，并将有助于三墩北居住氛围的凝聚，对周边地块的开发建设能够起到推动作用，符合三墩北发展的战略需求。

项目效益分析

该项目建成后，由杭州市人民政府委托项目建设单位杭州景河房地产开发有限公司进行销售，预计将产生销售收入共计66,518万元，占三墩北A-R21-04地块经济适用房工程项目总投资额的101.09%，具有明显的经济效益。具体收入预测情况如下：

表3 募投项目收入明细

序号	项 目	数量	单价	收入金额 (万元)
1	经济适用房住宅	77,538 m ²	3,089 元/m ²	23,951
2	经济适用房住宅 (超面积)	33,230 m ²	7,200 元/m ²	23,925
3	可售商铺	9,037 m ²	18,000 元/m ²	16,267
4	地下车位	475 个	50,000 元/个	2,375
合 计		--	-	66,518

资料来源：公司提供

注：销售价格参考了周边同等条件的商铺出售均价 18000 元/平方米为依据。

同时，根据杭州市人民政府专题会议纪要《杭州市人民政府关于杭州市经济适用住房建设有关问题的专题会议纪要》（杭府纪要[2009]206号）以及《杭州市人民政府关于印发杭州市区经济适用住房管理办法的通知》（杭政[2007]9号）有关规定，对于房地产开发企业实施的经济适用住房项目按照“保本微利”的原则确定销售价格，同意维持经济适用住房现有政府限定的销售价格不变，开发建设单位因此而产生的亏损经核定后由政府予以补贴，具体补贴来源为从经济适用房项目超面积部分销售差价和住房公积金增值收益中安排资金。

此外，根据《杭州市区经济适用住房价格管理办法》（杭价服[2006]189号、杭建房[2006]195号），明确经济适用住房开发经营企业在建设项目中按所发生的征地和拆迁安置补偿费、勘察设计和前期工程费、建筑安装工程费以及基础设施建设费和非营业性公共配套设施建设费的合计成本为核算基数，另外给予5%的资金补贴（包含3%的利润和2%的管理费用）作为项目利润，以保障项目建设单位的自身可持续发展。

随着政府对保障性住房扶持政策的不断加大，该项目的销售收入为本期债券本息的足额偿付提供重要的资金来源。

三、行业分析

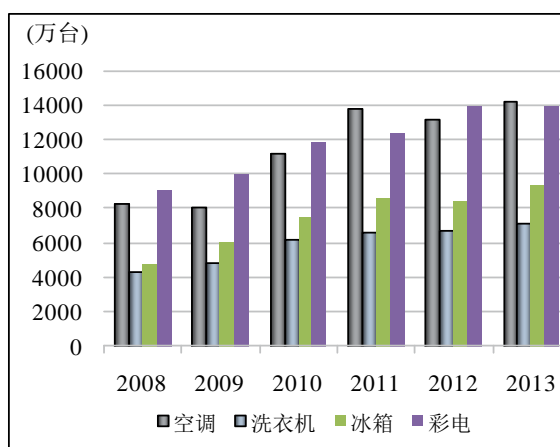
1. 家电行业

近年来，公司营业收入中40%以上来源于家电产品的生产和销售，家电行业的发展状况对公司经营业绩有直接的影响。

中国是世界最大的家电生产国和消费国，其中空调、冰箱、洗衣机和彩电等传统家电的产量均居世界首位。2008年金融危机爆发前，家电行业处于稳定发展的阶段，为了应对金融危机爆发后外部需求萎缩的不利局面，国家出台“家电下乡”、“以旧换新”、“节能惠民补贴”等一系列行业政策刺激，家电产销量大幅增长。根据 Wind 资讯数据显示，2008年中国空调产量为 8,307.19 万台，2012年产量增长至 13,281.00 万台，年复合增长率为 12.45%；2008年中国洗衣机产量为 4,321.16 万台，2012年产量增长至 6,741.50 万台，年复合增长率为 11.76%；2008年中国冰箱产量为 4,756.90 万台，2012年产量增长至 8,427.00 万台，年复合增长率为 15.37%；2008年中国彩电产量为 9,033.08 万台，2012年产量增长至 13,971.00 万台，年复合增长率为 11.25%。

2013年中国家电行业呈增长态势，空调、冰箱、洗衣机产量均保持较快增长，彩电产量小幅增长。2013年中国冰箱产量 9,340.54 万台，同比增长 10.84%，空调产量 14,333.00 万台，同比增长 7.92%，洗衣机产量 7,202.02 万台，同比增长 6.83%，彩电产量 14,026.95 万台，同比增长 0.40%。根据 Wind 资讯数据显示，2013年国内家电行业全年销售额达 13,776 亿元，同比增长 18.80%。

图1 2008~2013年中国家电产量



资料来源: Wind资讯

自 2009 年全面推广家电下乡政策实施以来，中国潜在的农村家电需求得到提前释放，同时对家电行业的市场规模有着较大的促进作用。根据《家电下乡操作细则》等有关规定，家电下乡等政策在 2013 年 1 月 31 日已全部到期。截至 2012 年 12 月底，全国累计销售家电下乡产品 2.98 亿台，实现销售额 7,204.00 亿元。

2012 年 5 月，国务院决定安排财政补贴 265 亿元，促进节能空调、平板电视、电冰箱、洗衣机和热水器等节能家电的推广，此次节能惠民补贴政策具有明显的倾向和引导性，引导生产厂商和消费者向节能、环保、绿色的家电产品倾斜，有利于企业进行结构调整。该政策已于 2013 年 5 月 31 日结束。

根据国家标准化委员会要求，自 2013 年 10 月 1 日起，变频空调、平板电视、洗衣机、空气能热水器和吸油烟机等五类家电，将开始执行新能效标准，在新标准之下的高耗能产品也将陆续退出市场。此次出台的新能效标准，将是对整个家电市场的一次行业升级，同时也迎来了家电市场新一轮洗牌。

彩电

2008年中国彩电产量为9,033.08万台，2012年产量增长至13,971.00万台，年复合增长率为11.25%。根据Wind统计数据显示，2012年液晶(LCD)电视产量9,578.01万台，同比增长12.33%；显像管(CRT)电视产量1,222.13万台，同比减少34.12%；等离子(PDP)电视产量318.82万台，同比增长22.72%，其他产量为投影电视等技术类型。2013年中国彩电产量为14,026.95万台，同比增长0.04%，出口量占总产量比一直维持在30%左右。

行业集中度方面，2013年中国电视市场零售量份额前五位的分别为海信、创维、TCL、长虹、康佳，均为国产品牌，占市场总销量的64.66%；外资品牌中，排在第一位的为三星，其次是索尼、夏普、松下、东芝、飞利浦等。国产品牌虽然在零售量份额上占优势，但更多的是靠较低的价格来抢占份额，而外资品牌凭借其核心技术和高端型号方面的优势，在零售额份额上明显占优。

值得关注的是，国内彩电生产企业不具备核心技术，核心技术和生产能力主要集中于韩国三星电子、LG显示器(LGD)、台湾友达、台湾奇美和日本夏普等几家大型跨国公司，供应商的议价能力较强。

总体来看，家电下乡、节能补贴等政策结束之后，新能效标准的实施将继续为家电行业能效升级发挥作用；同时伴随着人们对健康、环保、智能家电诉求的增强，家电行业会面临新一轮的产业结构调整，预计健康类家电市场规模将会快速增长。

2. 保障房行业

公司房地产板块中主要为保障房开发业务，商品房业务占比较小。保障性住房是指政府在对中低收入家庭实行分类保障过程中所提供的限定供应对象、建设标准、租售价格，具有社会保障性质的住房，是近几年国家最为重视的民生工程之一。近年来，中国保障房行业经历了发展、停滞、加速的起伏过程。在2009年以前，受资金限制及地方政府动力不足影响，保障房建设完工率较低，2011年以后，在各级政府的大力支持下，保障房完工情况明显好转。

分城市来看，2010年以前各重点城市在保障性住房实际开工完成情况上有较大差异，上海、深圳及广州完成率很低，北京、天津和重庆完成率较高，显示出部分地方政府建设保障性住房动力不大。2011年以来，国家各项政策积极推动全国保障房建设，加大了保障房建设力度，各重点城市的保障房完成率均超过了当年的建设计划，完成率多在100%以上，保障房建设进度明显提升。

表4 近年来国内重点城市保障房/经济适用房计划开工完成情况

城市/年份	2008年经济适用房计划新建完工率	2009年经济适用房计划新建完工率	2011年保障房计划开工完成情况	2012年保障房计划开工完成情况	2013年保障房计划开工完成情况
重庆	157%	140%	--	67.24%	--
深圳	6%	9%	104.11%	110.86%	108.00%
广州	3%	24%	105.00%	104.40%	107.98%
上海	0%	35%	100.38%	100.72%	100.00%
北京	85%	103%	115.00%	112.50%	101.25%
天津	148%	140%	103.91%	100.00%	88.89%

资料来源：各城市统计公报、保障房建设报告。

注：1、2010年以前年度公开资料中仅披露经济适用房数据，故2008及2009年数据采用经济适用房替代保障房数据，2010年无数据； 2、保障房计划开工完成率=本年度保障房实际开工套数/本年度保障房计划开工套数。

表5 全国保障性安居工程开工率情况(万套)

年度	保障性安居工程建设计划	保障性安居工程实际执行	开工率
2009	387.00	333.00	86.05%
2010	580.00	590.00	101.72%

2011	1,000.00	1,043.00	104.30%
2012	700.00	781.00	111.57%
2013	630.00	666.00	105.71%

资料来源：wind数据及2012年财政部数据。

注：2013年实际完成数据为1~11月数据。

从全国数据来看，保障性安居工程开工率完成情况良好，各项保障房支持政策对行业刺激效为显著。2011年，全年新开工保障性住房1,043万套，超额完成开工1,000万套的目标任务，基本建成432万套，为实现“十二五”目标任务开了个好头；2012年，全国实际新开工保障性住房和棚户区改造住房781万套，基本建成550万套，超额完成了年初制定的770万套的目标；2013年，全国保障性住房建设目标下调，计划规模为630万套，截至2013年11月，基本建成560万套。

从近几年城市商品房和保障房竣工面积占比情况来看，商品房竣工面积占全部房地产竣工面积的比例普遍在75%以上，保障性住房占比在25%以下。近年来保障房竣工面积在全部房地产竣工面积的占比较为稳定，按照20%城市人口需保障来看，占比适宜。

“十二五”规划提出，保障房建设的目标在于立足保障基本需求、引导合理消费，加快构建以政府为主提供基本保障、以市场为主满足多层次需求的住房供应体系。规划目标是通过新建3,600万套保障房(其中2011和2012年每年开建1,000万套，2013~2015年共建设1,600万套)，到“十二五”期末，使保障房的覆盖面达到城市人口20%。根据“十二五”规划，2015年城市化率将达到51.5%，以13亿人口概算，覆盖20%的城镇人口即1.4亿，以3口之家测算，所需住房为4,700万套。根据测算，如果3,600万套保障房任务能顺利完成，社会最终提供的保障房将超过市场需求：2008~2010年共开工保障房1020万套，加上2011~2015年规划的3,600万套，总共可提供保障房4,620万套，再考虑到1998~2008年提供的保障房，到“十二五”末，保障房的覆盖面将超过20%。但是20%的覆盖比率与香港(50%)、日本(44%)和新加坡(85%)相比，仍有一定的差距。且截至2013年底，中国城镇化率为53.73%，已超过2015年城镇化率预计指标。

如果城镇化率能够持续提升并同时扩大保障范围，预计在“十二五”规划之后，保障房的建设仍将保持一定的力度，以深圳为例，其远景规划是覆盖率提升至40~50%，但是“十二五”之后大规模建设保障房的情况可能存在调整。

2011年，发改办财金[2011]1388号和国办发[2011]45号文件明确提出，地方政府投融资平台公司申请发行企业债券，募集资金应优先用于各地保障性住房建设。只有在满足当地保障性住房建设融资需求后，投融资平台公司才能发行企业债券用于当地其它项目的建设。这两份文件进一步明确了财政收入中用于保障房的部分，政府投融资平台作为地方政府基础设施建设代建经营及融资的主要实体，在融资方面亦得到明确指引，从而对保障房资金形成有效的补充。

中国银监会“银监办发【2011】191号”和“银监发【2012】12号”提出严格管控新增平台贷款，按照“全覆盖、基本覆盖、半覆盖、无覆盖”分类管理，但是具有偿还能力的公租房、廉租房、棚户区改造项目仍可贷款。国务院办公厅“国办发[2011]45号”和国家发改委“发改办财金【2012】3451号”明确对于募集资金主要用于保障房建设的发债申请列入审核绿色通道，优先办理。

根据财政部《关于做好2013年城镇保障性安居工程财政资金筹措等相关工作的通知》（财综[2012]99号），保障房政府性资金来源于：（1）住房公积金增值收益（2）土地出让金收益10%（3）中央代发的地方政府债券资金（4）公共预算。目前，住房公积金及代发政府债券等资金规模较小，土地出让金收益成为地方政府保障房建设资本金重要来源之一，但是土地出让金收入近年出现下滑的趋势，只得通过从公共财政预算支持保障房建设。

在地方政府债务普遍较高的背景下，公共预算支付压力很大，2012年全国公共预算支出用于保障房建设的部分占到了政府资本金的80%。创新金融工具，拓宽资金来源渠道，将政府直接主导型转化为政府引导型的市场化融资运作，利用财政投入有效撬动社会和市场融资渠道显得尤为迫切。

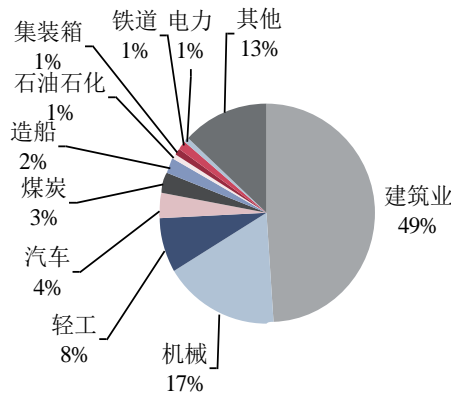
总体来看，保障房资金来源将趋于多元化，主要依靠银行信贷及政府资金投入的局面将会得到逐步改善。2015年之前，政府计划建设3,600万套保障房，保障房支持力度不会改变，按照覆盖20%城镇人口的要求计算，2015年之后，4,700万套保障房建设完毕，大规模保障房建设任务完成，如果在城镇化小于预期及保障范围不调整的情况下，各保障房建设平台将可能面临转型，行业可能存在一定不确定性。

3. 钢铁行业

2010年，随着实体经济的持续复苏，人均收入的稳步增长以及相关消费刺激政策的延续，宏观经济缓中趋稳，中国经济形势稳步上行，固定资产和房地产投资等相关产业发展态势持续向好，市场需求加速增长。2011年以来，国内贸易仍持续了稳定增长的发展势头，但增速逐渐下降，生产资料市场价格呈现前升后降的走势。进入2012年，生产资料市场价格持续下跌、工业企业和流通企业效益出现普遍下滑，出现这种现象的一个重要原因是行业产能集中爆发、产能过剩问题突出，钢铁、建材等多个行业产能出现全面过剩。2013年以来，钢材市场供大于求的矛盾依然突出，根据国家统计局数据显示，2013年我国钢材总产量达10.68亿吨，总销量仅为10.44亿吨。

根据国际钢铁协会（IISI）初步统计，进入2000年以来，世界钢铁粗钢产量除因金融危机影响导致2008、2009年合计量阶段性下滑外，其余年份呈逐年稳步增长的态势；2012年合计产量达到15.48亿吨，同比增长3.89%；2012年中国以7.17亿吨粗钢位列全球产量首位，约占全球粗钢产量的46.32%，但产量增速同比下滑5.80个百分点；2013年中国粗钢产量7.79亿吨，同比增长8.65%，占全球粗钢产量的48.5%。

图2 钢材主要消费行业



资料来源：中国钢铁工业协会

中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。主要用钢行业包括建筑、机械、轻工和汽车行业，其他重要的行业包括煤炭、造船、石油石化、集装箱和铁道等；中国建筑用钢中，城镇住宅约占35%，城镇非住宅（城市建设、商业地产）及其他建筑工程（铁路公路桥梁、工业设施、水电建设）分别占到建筑用钢的41%和21%。

2009年，在国家一系列刺激经济政策的支持下，钢铁行业逐步走出低谷，产量恢复增长，效益得到改观，国内粗钢表观消费创历史新高；2010年，经济刺激政策效果得以延续，中国经济总量保持了较高运行速度，支撑了钢铁的需求增长；2011年上半年，中国钢材需求保持稳步增长，2011年下半年以来，欧债危机进一步加深，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现较大幅度下降。2012年3月，钢材价格指数在低位短暂平稳后呈持续下行态势。随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从2012年四季度初开始逐步呈现企稳反弹迹象。进入2013年初，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现波动下调，于2013年7~9月小幅冲高后，持续下行。2014年1季度，钢材价格延续了震荡走低的态势，3月均价已接近2007年以来的历史低位。总体看，2013年钢铁行业产能过剩现象加剧，行业竞争更为激烈，钢材价格受减产压力影响持续波动下行。钢铁行业景气度持续减弱。

从其下游主要行业建筑业来看，2013年中国建筑业总产值为15.93亿元，同比增长16.1%，增速下滑0.1个百分点；建筑业房屋建筑施工面积113亿平方米，同比增长15.20%，增速下滑0.6个百分点。上述两项指标增速较2012年持续放缓。

从产业集中度来看，中国钢铁行业的分散程度较为严重，总体规模小而且分散。2012年，中国前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量比为46.87%，较2011年下降2.23个百分点，产业集中度略有所下滑；2013年，前十大钢铁企业粗钢产量占全国粗钢产量的比重下降为39.4%，产业集中度进一步下滑，主要是由于中钢协会会员钢企主动控制产量而其他非会员企业产量持续增长所致。

从价格来看，2009年以来，钢铁整体需求逐步恢复，原材料铁矿石价格出现加速上涨，支撑钢材价格持续上升；2011年上半年，钢材市场价格保持了稳步上涨势头。下半年以来，欧债危机及中国对房地产调控政策进一步深化，紧缩政策影响逐步体现，主要用钢行业增速出现放缓，钢材总体需求呈回落趋势，钢价出现持续较大幅度下降；随行业去库存过程的推进，中国钢材价格从四季度企稳后有所反弹。从整个钢材下跌区间看，其累计跌幅与铁矿石跌幅相当，但因前期铁矿石持续高位震荡，高成本库存的消化导致钢铁行业整体利润水平下滑；从2012年四季度后钢材价格反弹区间看，铁矿石累计涨幅明显高于钢材价格平均涨幅，钢铁企业在价格反弹区间仍面临较大的成本压力。进入2013年，钢材价格基本维持了反弹上涨态势，但2013年3月份起，钢铁行业景气度再度转弱，钢材价格出现持续下调。

从政策层面看，2010年《关于进一步加大节能减排力度加快钢铁工业结构调整的若干意见》明确提出，支持优势大型钢铁企业集团开展跨地区、跨所有制兼并重组，鼓励各省、自治区、直辖市人民政府继续推动本地区钢铁企业的兼并重组；并确定了到2015年，国内排名前10位钢铁企业集团钢产量达到60%以上的工作目标。

2010年，政府配合节能减排政策加强了落后产能淘汰力度。《钢铁行业生产经营规范》的出台细化了落后产能淘汰条件，并结合资源配置和信贷等手段加强约束。根据《钢铁工业“十二五”发展规划》，中国将淘汰400立方米及以下高炉、30吨及以下转炉和电炉；主要节能减排指标均有较大幅度的下降，其中吨钢二氧化硫排放量较“十一五”期间累计降幅在39%以上。

总体看，近年落后产能淘汰政策力度不断增强，行业内小规模落后产能有望逐步退出市场竞争，从而有利于行业整体集中度和整体竞争实力的提升。

4. 区域经济环境

公司业务主要立足杭州，辐射全国。

2013年，杭州市实现地区生产总值（GDP）8343.52亿元，较上年增长8.0%。其中：第一产业增加值265.42亿元，第二产业增加值3661.98亿元，第三产业增加值4416.12亿元，分别增长1.5%、7.4%和9.0%。全市按常住人口计算的人均GDP达到94566元，增长7.4%。按国家公布的2013年平均汇率折算，达到15271美元。三次产业结构由上年的3.3：45.8：50.9调整为2013年的3.2：43.9：52.9，三产占比进一步提高。

2013年，全市实现工业增加值3246.67亿元，按可比价计算增长7.8%，其中规模以上工业增加值2523.88亿元，增长8.0%。战略性新兴产业实现增加值636.59亿元，装备制造业实现增加值900.50亿元，高新技术产业实现增加值785.37亿元，分别增长7.1%、8.6%和8.9%。新产品产值率由上年的24.5%提高到28.2%。

房地产方面，全市完成房地产开发投资1853.28亿元，比上年增长16.0%。房屋施工面积9327.52万平方米，增长12.6%；竣工面积1172.24万平方米，增长11.1%。全年商品房销售面积1139.13万平方米，增长4.5%，其中住宅销售968.78万平方米，增长5.3%。

在新能源产业方面，2009年杭州市被科技部、财政部、国家发改委、工信部等国家四部委确定列为国内第一批新能源汽车试点城市。2010年6月，杭州市又被确定为全国私人购买新能源汽车试点城市，成为全国为数不多的“双试点”城市之一。公共和私人领域的新能源汽车推广均选择杭州作为试点，充分显示出杭州市在新能源汽车产业发展中的潜力。根据2010年6月1日，各部委联合出台《关于开展私人购买新能源汽车补贴试点的通知》，确定先在上海、深圳、杭州、合肥、长春等五个城市启动私人购买新能源汽车补贴试点工作，最高补贴6万。

根据《杭州市政府对新能源电动车发展的指导意见和具体实施方案》，杭州市地方政府对直接购买整车的，根据动力电池组能量给予补助，最高补助3万元/辆；纯电动乘用车动力电池组能量超过20千瓦时的部分，给予每辆3000元/千瓦时的补助，最高补助6万元/辆。同时，对每辆车按0.09元/公里的标准给予充电补助，最长补助期限为3年或最高补贴里程为6万公里。

租赁整车的，根据租赁合同，按每辆车0.09元/公里的标准给予充电补助，最长补助期限为3年或最高补贴里程为6万公里。同时截至2012年底，给予整车租赁费50%的补助，每辆车最高补助1000元/月；租赁电池的，根据租赁合同，按每辆车0.50元/公里的标准给予电池租赁费补助，最长补助期限为3年或最高补贴里程为6万公里。

在杭州市纳入城市统一规划的充电桩的个配套基础设施建设项目，按实际投入额（不含土地等投入）给予20%的补助。

总体看，近年来杭州市工业生产持续增长，房地产业务稳定运行，同时已成为国内为数不多的新能源汽车“双试点”城市，为公司相关业务的经营发展创造了良好的外部环境。

四、基础素质分析

规模与竞争力

公司是国家520户重点企业之一，浙江省“五个一批”重点骨干企业，杭州市六家国有资产授权经营单位之一，是一家具有40余年历史的国有大型企业。目前公司以高科技上市公司——数源科技股份有限公司为依托，拥有杭州西湖数源软件园有限公司、数源移动通信设备有限公司、西湖集团（香港）有限公司、杭州西湖新能源科技有限公司等下属企业20家。公司以高科技的数字电子信息、通讯产品为主业，主要经营高清液晶电视、数字电视前端及机顶盒产品、房地产、新能源电池、3G通讯产品、软件、软件园区和智能楼宇开发等业务。截至2013年底，公司注册

资本 2.66 亿元，总资产 56.18 亿元，净资产 14.60 亿元。

公司主要子公司数源科技股份有限公司（股票代码 000909.SZ，以下简称“数源科技”）率先在行业内通过 ISO9001 质量管理体系和 ISO14001 环境管理体系、3C 认证、CB、CE 认证，数源西湖彩电被首批认定为国家质量免检产品和浙江省名牌产品，“西湖”、“数源”商标相继被评为浙江省著名商标。2013 年度公司电视机业务浙江市场占有率约 4%，公司产品覆盖了 CRT 电视机、LCD/LED 电视机、LED 广告机和液晶电视拼接墙等目前市场主流品种。根据浙江省通信管理局、浙江省广播电影电视局统计数据，截至 2013 年底，公司机顶盒产品在浙江省内市场占有率为 23.2%，杭州市已实现全覆盖，此外随着下游高清机顶盒的全面升级换代，公司签订招标已达全省 67% 的占有率。

数源科技子公司杭州中兴房地产开发有限公司（以下简称“中兴地产”）成立于 1993 年，从 2005 年开始，响应市政府号召进军保障性住房建设领域，经过多年的房地产开发、旧区改造等方面积累了丰富的经验，已先后通过 ISO9001 质量管理体系、ISO14001 环境管理体系和 OHS18001 职业健康安全管理体系认证，并取得房地产开发企业一级资质，是目前杭州市专业资质级别最高的保障房开发建设单位。中兴地产曾获得杭州市区经济适用住房和拆迁安置建设和管理先进单位、杭州市经济适用（廉租）住房建设先进单位、杭州市 2010 年度城中村改造和拆迁安置房建设工作先进单位和 2012 年度杭州市保障性建设管理工作考核优秀单位等称号；公司开发的保障房项目丁桥景园 2013 年 6 月获得浙江省保障性安居工程建设优秀项目。公司先后开发公共租赁住房、经济适用（廉租）住房、拆迁安置房和人才专项住房等多个项目，已建成完工总建筑面积 30 余万平方米，约 2500 套的经济适用房项目；截至目前，公司在建有 6 个保障性安居工程项目，总建筑面积 93.62 万平方米。

人员素质

公司董事长、党委书记、总经理章国经，49 岁，硕士，高级经济师；曾任杭州电视机厂质管、调度、企管、办公室副主任；香港富春有限公司西湖部副经理；西湖电子集团公司副总经理，香港 TRUMPHANT TONE COMPANY LIMITED 执行董事；西湖电子集团有限公司总经理、副董事长，数源科技股份有限公司董事长、总经理；西湖电子集团有限公司党委书记、董事长，数源科技股份有限公司党委书记、董事长、总经理；现任西湖电子集团有限公司党委书记、董事长，数源科技股份有限公司党委书记、董事长、总经理，杭州（香港）实业有限公司董事长等职务。

公司党委委员、副董事长、副总经理朴东国，44 岁，本科学历，工程师，曾任杭州电视机厂三车间学员；韩国欧利安电气有限公司经贸员；数源科技股份有限公司营销部上海营销中心负责人；数源科技副总经理；数源科技董事、副总经理；西湖电子集团有限公司党委委员、董事、副总经理；浙江数源贸易有限公司董事长、总经理；浙江数源贸易有限公司董事长；现任西湖电子集团有限公司党委委员、副董事长、副总经理；数源科技董事、副总经理；华数数字电视投资有限公司董事、副董事长；华数数字电视传媒集团有限公司董事。

截至 2013 年底，公司共有职工 1,367 人，其中集团领导 4 人，集团直管的中层干部 25 人，其余为各级子公司管理人员和业务人员。从学历结构看，大专及以上学历占 48.57%，高中及中专人员占 29.99%，初中及以下人员占 21.43%；从年龄构成看，30 岁以下人员占 46.38%，30~50 岁人员占 42.21%，50 岁以上人员占 11.41%；从岗位构成看，管理人员占 16.39%，技术人员占 25.46%，生产人员占 48.65%，销售人员占 12.07%。

总体看，公司高层人员管理和行业从业经验丰富，综合素质高；公司员工年龄结构和岗位配

置合理，能满足公司经营管理的需要。

技术水平

作为高新技术企业，公司建有国家级技术中心、国家博士后科研工作站和浙江省音视数字技术应用中试基地。自公司成立以来，公司依托其较强的科研力量，先后开发成功并上市了国内第一代数字处理彩电、DOMO液晶高清电视系列、机卡分离式一体化数字电视接收机、数字电视机顶盒、数字多媒体信息发布系统、液晶拼接大屏幕显示系统(DID)等一大批高科技视听产品。

目前公司建有国家级技术中心、国家博士后科研工作站和浙江省音视数字技术应用中试基地，形成了完整的自主知识产权体系，同时，公司目前拥有多项高端领域的核心技术。截至2013年底，公司已取得专利授权74项（其中发明专利3项），软件著作权11项，另有24项专利（其中发明专利17项）申请正在受理过程中。

公司于2012年下半年始进入新能源电动汽车领域，成立了杭州西湖新能源科技有限公司。公司目前拥有较为完备的技术研究开发体系和创新机制，在动力锂电池组制备技术和电动汽车充换电站的设计、集成和建造能力等方面拥有了多项核心技术，研发能力和整体技术水平在国内处于领先地位。公司研发生产的新型汽车动力电池成组，于2013年6月份通过了国家机动车产品质量监督检测中心（上海）的检测认证，其动力电池防护等级、质量能量密度、容量保持率、安全性等15项关键技术指标均通过国家权威机构检测并获得了CE认证和UL认证。公司已成为省内首家通过国家检测的电池成组生产企业。

在研发人员投入方面，公司目前拥有265人的技术研发团队，其中170人以上的技术人员具备大学本科以上的学历，为公司及时掌握行业最新技术动态、提高产品制造工艺水平以及突破科研攻关难题等提供了有力支持；在研发经费投入方面，2011~2013年，公司分别投入2,762.83万元、3,264.53万元和4,509.41万元，研发投入逐年加大。

总体看，公司制造业研发实力较强，同时在研发人员投入及资金投入两方面力度持续加大，研发成果显著。

政府支持

保障房建设方面，根据《杭州市区经济适用住房价格管理办法》（杭价服[2006]189号、杭建房[2006]195号），明确经济适用住房开发经营企业在建设项目中按所发生的征地和拆迁安置补偿费、勘察设计和前期工程费、建筑安装工程费以及基础设施建设费和非营业性公共配套设施建设费合计成本为基数，给予5%的资金补贴。

根据公司2012年与杭州市政府签订的《保障房建设目标责任书》，公司当年被委派开工建设经济适用房3,350套，占同期杭州市经济适用房开工建设目标的47.12%；2013年公司又与杭州市政府达成开工建设经济适用房1,631套，竣工4,950套的建设目标，分别占同期杭州市政府开工目标的20.98%以及竣工目标的64.12%。随着杭州市经济建设的快速发展，未来公司将承接较多的保障性住房项目，杭州市政府为如期完成保障性住房建设任务，将加大对其支持力度，从而进一步提升公司的竞争力。

新能源汽车方面，截至2013年11月，公司已与国家电网浙江省电力公司签订1.12亿元动力电池组供应合同，将为公司未来带来稳定的经营性收入。此外，由于公司2013年设立的西湖电子新能源汽车电子研究院，符合浙江省努力做大做强具有浙江省特色优势的新能源汽车产业的目标，从而获得了较大的政策支持和资金补贴：①依照《浙江省战略性新兴产业财政专项资金管理暂行办法》（浙财企[2012]152号）和《关于下达2013年度战略性新兴产业第二批纯电动汽车技术创新

综合试点补助资金的通知》（杭财企[2013]1547号），省、市（区）财政对西湖电子新能源汽车电子研究院建设给予2,000万元资金支持，主要用于科研仪器设备、重点实验室和研究院等科研条件建设；②省、市（区）政府签订《关于在杭州市开展纯电动汽车产业技术创新综合试点的责任》，承诺每年至少安排1项由西湖电子新能源汽车电子研究院主持的技术难题公关课题项目，且对每个课题项目提供150万元的资助。

总体看，作为杭州市保障房主要承建开发单位，公司在保障房开发方面享受的杭州市资金安排政策能够保障其房地产开发业务获得一定的稳定收益，同时杭州市未来三年新能源汽车电池及换电站建设规划为公司未来新能源业务创造了较大的盈利空间。

五、公司治理与内控

1. 法人治理结构

公司是依据《中华人民共和国公司法》及《国有企业监事会暂行条例》等有关规定成立的国有独资公司，公司依法制定了公司章程并建立和完善了法人治理结构。公司不设股东会，由杭州市国资委行使委派和更换非由职工代表担任的董事、监事，审核公司的分立、合并、国有资产无偿划转、改制、合资、兼并、托管、破产、解散等资产重组方案；审议批准公司增减注册资本、发行公司债券和股票；按规定权限审议批准公司的重大资产转让、对外投资、对外担保等事项；公司设董事会，成员为5人，非职工董事由出资人委派，职工董事由公司职工代表大会选举产生，董事会设董事长、副董事长各一名。董事会对出资人负责，决定公司的经营方针、发展规划和投资计划。公司设监事会，监事会由5名监事组成，其中有两名为职工代表监事，监事会设主席一名。公司设总经理1名，总理由杭州市人民政府推荐，董事会聘用或解聘；其他高级管理人员由出资人推荐或总经理提名，董事会聘任或解聘。总经理负责组织实施董事会的决议，组织实施公司的发展规划、年度经营计划和投资方案。

总体来看，公司法人治理结构相对较为完善。

2. 管理水平

近年来，公司逐步建立和完善内部管理制度，覆盖生产管理、财务管理、投融资决策、内部审计、对子公司管控以及关联方交易等方面，明确各部门和岗位在内部管理和风险控制方面的职责和权限，为日常经营正常开展提供了制度保障。

在货币资金管理方面，公司对货币资金的收支与保管业务建立了较严格的授权批准制度，办理货币资金业务的不相容岗位已作分离，相关机构和人员存在相互制约关系。公司已按国务院《现金管理暂行条例》，明确了现金的使用范围及办理现金收支业务时应遵守的规定并制定了《会计核算办法和财务管理制度》、《差旅费开支标准》等制度。已按中国人民银行《支付结算办法》及有关规定制定了银行存款的结算程序。公司规定下属企业严禁进行期货交易、严禁擅自向外单位出借多余资金、严禁向职工集资、严禁私设银行账户。

在投融资管理方面，公司已形成了筹资业务的管理制度，能较合理地确定筹资规模和筹资结构，选择恰当的筹资方式，较严格地控制财务风险，以降低资金成本。公司筹措的资金没有严重背离原计划使用的情况。同时公司已建立了较科学的对外投资决策程序，对外投资根据不同的投资额分别由公司不同层次的权利机构决策。相关制度对公司的投资决策程序、投资决策权限、投资后续管理等有明确的规定。对投资项目的立项、评估、决策、实施、管理、收益、投资处置等环节的管理较强。

在对外担保管理方面，公司能较严格的控制担保行为，对担保原则、担保标准和条件、担保审批制度及担保责任等相关内容已作了明确规定，能够及时了解和掌握被担保人的经营和财务状况，以防范潜在的风险，避免和减少可能发生的损失，保证企业财产安全。

在内审方面，公司设立了专门的内审部门，董事会的领导下开展工作。制定了《内部审计管理办法》，参与公司内控制度、财务管理制度的建立与完善、工程建设项目的审计把关、对外投资单位的专项审计监督等。

在子公司管控方面，公司已建立了相关制度，规范了控股子公司的治理结构、财务管理、经营考核和内部审计监督，确保子公司运营符合公司的整体战略，控制经营风险，保障公司投资权益。公司通过控股子公司的股东会、董事会及监事会行使管理、协调、监督、考核等职能，通过委派或推荐控股子公司的董事、监事、董事长、总经理和财务经理等，建立对外派高管的薪酬管理和激励约束机制，加强对子公司的管控。各控股子公司的所有重大事项和财务资料能在规定时间内报送公司总部，并定期接受公司总部的内部审计。

关联交易管理方面，公司严格执行《关联交易管理制度》中关于关联人、关联交易、关联交易的审批权限与决策程序、关联交易的披露等规定，关联交易遵循诚实信用、平等、自愿、公平、公开、公允的原则，以规范公司的关联交易，确保公司的关联交易行为不损害公司和非关联股东的合法权益。

总体来看，公司管理及内控制度较为完整规范。

六、经营分析

1. 公司经营概况

2011~2013 年，公司主营业务主要包括高清液晶电视、数字电视前端及机顶盒产品生产、销售，以及房地产开发和销售等业务；金属材料贸易和物业管理等其他主营业务在公司主营业务收入的占比也有所提高。

2011~2013 年，公司主营业务收入持续增长，年复合增长率为 9.10%；除房地产和软件园板块外，公司各板块业务收入均有所提高。2013 年，主要受视音频产品以及金属贸易业务收入增长的推动，公司实现主营业务收入 19.02 亿元，同比增长 24.80%，从收入构成看，2013 年公司实现视音频产品收入 8.45 亿元，占主营业务收入的 44.46%；2013 年公司房地产板块主要为尾款回收及相关店铺的销售，该板块收入占比有所下降，为 10.66%；主要受钢材等金属贸易的推动，公司其他主营业务收入合计为 5.60 亿元，2013 年占主营业务收入的 29.47%。公司网络集成服务与加工修理劳务收入均有所增长，但占比较小，对公司收入影响不大。

从毛利率看，主要受视音频产品以及钢材等金属贸易影响的其他主营业务毛利率下降的影响，近年来公司主营业务毛利率呈下降趋势，2013 年为 12.10%，同比下降 1.44 个百分点，整体变化不大；其中，视音频产品和房地产业务毛利率分别为 7.35% 和 58.02%，同比均有所增长，其他主营业务毛利率为 1.59%，同比有所下降。

表6 2011~2013年公司主营业务情况（单位：亿元、%）

分行业	2011 年			2012 年			2013 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
1、视音频产品	6.69	41.84	11.38	7.28	47.76	6.05	8.45	44.46	7.35
2、房地产	4.61	28.86	33.07	3.14	20.61	30.17	2.03	10.66	58.02

3、网络集成服务	0.65	4.06	15.94	0.63	4.15	20.44	1.32	6.93	6.07
4、加工修理劳务	0.06	0.39	11.72	0.10	0.68	53.71	1.30	6.86	11.22
5、软件园业务	0.57	3.54	72.93	0.47	3.07	73.14	0.31	1.62	61.01
6、其他	3.40	21.29	5.74	3.62	23.73	5.69	5.60	29.47	1.59
合计	15.98	100.00	18.81	15.24	100.00	13.92	19.02	100.00	12.10

资料来源：公司审计报告

2. 视音频产品业务

公司视音频产品业务经营实体主要为一级子公司数源科技和数源移动通信设备有限公司。2011~2013年，该板块营业收入稳步增加，年均复合增长率为12.39%，2013年实现收入8.45亿元。公司视频音频产品业务板块主要包括生产销售电视机、机顶盒及操作系统软件、SMT贴片产品等。近年来公司电视机产品主推大屏幕高端机，销售收入有所波动，2013年为2.63亿元，在板块收入中占比为31.12%。机顶盒产品方面，2011~2013年公司机顶盒产品收入波动下降，2013年为1.31亿元。SMT贴片产品近年来发展较快，销售收入持续上升，2013年为4.51亿元，在板块收入中占比53.33%。

从毛利率来看，2012年以来，受宏观经济增速放缓、房地产市场政策调控进一步深入导致家电行业市场需求增速放缓，行业刺激政策逐步到期，核心零部件由于更新换代价格迅速上涨等综合因素影响，公司视音频业务板块2012年毛利率较前期大幅下降。随着公司产品技术的升级以及高端电视机产品的推出，2013年在电视机产品毛利率上升的推动下，公司视音频业务毛利率有所回升，为7.35%，同比增加1.30个百分点，但仍低于2011年的毛利率水平。

表7 2011~2013年视音频业务板块经营情况（单位：亿元、%）

分行业	2011年			2012年			2013年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
电视机产品	2.96	44.27	8.60	3.82	52.57	3.88	2.63	31.12	10.16
机顶盒产品	1.39	20.83	28.05	0.90	12.36	23.45	1.31	15.55	16.32
SMT贴片产品	2.33	34.90	4.95	2.55	35.07	3.16	4.51	53.33	3.10
合计	6.69	100.00	11.38	7.28	100.00	6.05	8.45	100.00	7.35

资料来源：公司审计报告

原材料采购

公司视音频业务板块生产成本主要包括购买产品所需核心部件等原材料，人工费用，水、电费及其他成本。2013年，在公司视音频产品业务板块生产成本中，外购核心部件的占比约为56.79%。

公司用于生产电视机、机顶盒产品的大部分核心部件均通过外部采购，核心部件中液晶屏幕全部依靠进口，主要由西湖香港负责向境外采购，其他核心部件为境内采购。采购方式主要由公司负责采购的相关部门自主进行市场采购，结算方式主要为现金、银行承兑汇票、进口信用证等，账期大部分在一个月至六个月不等。2013年公司前五大供货商采购金额占比为31.24%，集中度不高。

公司手机主板贴片所需原材料主要通过境外采购，约占手机主板贴片原材料采购金额的90%以上，主要由西湖香港负责向境外采购，采购结算方式主要为进口信用证。

表8 近年公司电视机核心零部件采购情况

液晶屏	2011年	2012年	2013年
采购量(块)	69,306	106,828	42,600
均价(元/块)	539	919	588.87
主板	2011年	2012年	2013年
采购量(块)	40,118	88,930	75,302
均价(元/块)	89	155	85.83

资料来源: 公司提供

表9 近年公司机顶盒核心零部件采购情况

芯片	2011年	2012年	2013年
采购量(只)	439,152	313,952	508,238
均价(元/只)	17	21	18
电源板	2011年	2012年	2013年
采购量(块)	817,050	467,727	72,990
均价(元/块)	14	15	17
高频头	2011年	2012年	2013年
采购量(个)	783,720	589,160	558,360
均价(元/个)	16	15	14

资料来源: 公司提供

由于公司执行以销定产的生产计划。采购量方面, 公司电视机核心零部件采购量随产量波动而波动, 2013年, 公司采购液晶屏4.26万块、主板7.53万块。机顶盒核心零部件的采购量随产品产量的波动而波动, 同期公司采购芯片50.82万只、电源板7.30万块和高频头55.84万个。

从采购价格来看, 2012年公司电视机核心部件价格迅速上涨, 液晶屏和主板价格分别较上年均价上涨70.50%和74.16%, 主要是由于公司产品升级及技术更新, 显示屏的尺寸和分辨率有所提高, 原来采购的屏幕以15/19寸小屏为主, 2012年开始以32寸屏为主。2013年公司电视机与机顶盒产品的成本压力均有不同程度的缓解。电视机产品方面, 液晶屏与主板价格均有所回落, 分别为588.87元/块和85.83元/块。机顶盒产品方面, 芯片与高频头采购单价有所下降, 分别为18元/只和14元/个, 电源板采购单价有所上升, 为17元/块。

总体看, 公司视音频产品采购量基本随产品产量变化而变化; 2013年以来, 公司主要采购材料价格有所回落, 推动板块毛利率上升。

生产经营与产品销售

(1) 电视机产品

公司产品系列覆盖了CRT电视机、LCD/LED电视机、LED广告机和液晶电视拼接墙等目前市场主流品种。公司主要电视机产品都已通过ISO9000/14000、3C认证、CB、CE认证, 获得浙江省名牌产品称号。公司产品种类较为齐全, 质量加高, 在区域市场具有一定竞争力。

公司电视机业务由控股子公司数源科技负责经营。公司是浙江省内最早的电视机生产厂商, 浙江省内市场保有量较高。

截至2013年底, 公司电视产能达100万台/年。2011~2013年公司实际产量波动下降, 分别为11.31万台、18.27万台和8.05万台, 2012年公司电视机产品出口较多, 产量大幅提升。2013年, 随着技术升级的完成, 针对高端市场, 公司电视机产品中大屏幕的高端机占比快速增加, 市场需求同比有所下降, 公司产量相应降至8.05万台。2011~2013年产能利用率分别为11.31%、18.27%和8.05%。总体看, 公司产能利用率不高; 同时由于近年来整个家电市场新增需求出现放缓趋势, 以及公司市场战略的转变, 公司电视机产品产量波动下降。

表10 近年来公司电视机产销量情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
产能(台)	1,000,000	1,000,000	1,000,000
产量(台)	113,051	182,749	80,466
销量(台)	169,499	371,481	138,894
均价(元/台)	1,587.70	1,015.29	1,650.37
产能利用率(%)	11.31	18.27	8.05
产销率(%)	149.93	203.27	172.61

资料来源：公司提供

销售方面，公司产品已出口至南非、中东、澳洲、新加坡等10多个国家和地区。近三年，电视机产品销售收入波动下降，2013年为2.63亿元。公司电视机产品境内销售采用市场需求调节产量的模式，保持了一定电视机库存数量，根据下游客户订单在公司库存中进行调配，境内销售定价方式主要为公司依据电视机成本价格与客户协议确定销售价格；境外销售根据境外客户订单，以销定产，境外销售定价方式为市场定价。

公司电视机产品业务的销售模式以经销制为主，并初步尝试通过自建渠道和启动网络销售等直销形式，将彩电销售渠道进一步扁平化。结算方式主要采用以现金和银行承兑汇票结算为主。公司境外销售主要由西湖香港负责。2013年公司电视机产品前五大客户销售额占比为61.46%，集中度高。

2011~2013年公司电视机产品产销率波动较大。由于公司库存及销售政策，2011~2013年公司产销率均大于100%，2013年达172.61%。从销量上看，近三年公司电视机产品销量波动较大，2012年以来公司拓展俄罗斯的外单，使销量较2011年大幅增长；2013年，公司优化产品结构，针对高端市场主推大屏高端机，销量有所下降，为13.89万台。公司产品售价波动较大；2013年为1,650.37元/台，同比增长62.55%，主要由于同期公司销售产品中高端机占比大幅提高所致。

(2) 机顶盒产品

公司机顶盒产品自主研发，自主生产，自主销售；由数源科技负责经营。公司机顶盒产品浙江省内市场占有率很高，约为23.20%，杭州市已实现全覆盖，具有一定的区域市场地位。2011~2013年，公司机顶盒产品销售收入有所波动，2013年达1.31亿元。近三年，主要受售价下降的影响毛利率水平有所下降，2013年为16.32%。

表11 近年来公司机顶盒产销量情况

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
产能	1,200,000	1,200,000	1,200,000
产量(台)	902,587	536,690	932,877
销量(台)	876,916	508,916	824,179
集团销售均价(元/台)	150.98	172.52	170.87
二终端销售均价(元/台)	217.32	218.60	209.50
产能利用率(%)	75.22	44.72	77.74
产销率(%)	97.16	94.82	88.35

资料来源：公司提供

截至2013年底，公司机顶盒产能达120万台/年。2013年，机顶盒市场需求有所增长，公司产量与产能利用率同比均有所提高，分别为93.29万台与77.74%。

销售方面，公司顶盒产品销售模式分为集团销售和二终端销售，集团销售模式指机顶盒产品批量销售给浙江广播电视集团、华数数字电视传媒集团等集团客户，公司机顶盒产品集团销售模

式采用订单形式生产。二终端销售模式指销售给零售客户，因一般家庭在获得数字电视服务同时已拥有一台机顶盒，故称二终端销售。集团销售模式由数源科技负责销售，一般采用协议定价方式或由集团客户招投标定价。二终端销售模式由数源贸易负责销售，通过在华数数字电视传媒集团旗下营业厅设置销售网点，定价方式为公司定价。2013年公司前五大客户主要包括杭州华数传媒电视网络有限公司和华数数字电视传媒集团有限公司等，销售收入占比为81.27%，集中度高。

近年来，公司订单量充足，截至2013年底，公司新增机顶盒订单32.5万套，合同金额0.65亿元；此外，随着下游高清机顶盒的全面升级换代，公司签订招标已达全省总量的67%，新增市场占有率高。从售价来看，2013年公司机顶盒产品销售价格略有回落，但同期公司机顶盒销售量增长较快，2013年公司实现机顶盒销售收入1.31亿元，同比有所上升。

（3）SMT 贴片产品

公司SMT贴片业务主要由数源移动通信设备有限公司负责。该业务产品包括手机主板贴片、监控设备主板贴片及整机装配、其他电子设备主板贴片等，其中手机主板贴片销售收入约占SMT贴片业务销售收入的90%。手机主板贴片产品销售模式一般为预收销售合同金额的20%作为产品原材料采购款，待产品生产完成，客户支付剩余款项后公司交货。公司手机主板贴片产品以出口销售为主，约占手机主板贴片产品销售金额的80%。近年来，公司SMT贴片业务凭借技术及产品质量等优势实现了快速扩张并确立了相对稳定的市场地位；2011~2013年公司SMT贴片产品收入大幅增长，2013年实现收入4.51亿元，但该产品毛利率较低，2013年仅为3.10%。

总体看，近三年，受益于技术升级改造，电视机产品毛利率有所上升；公司机顶盒产品具有一定市场竞争力，在区域市场内占有率较高；公司SMT贴片业务近年来发展较快，市场地位得到稳定，毛利率水平较低。

3. 房地产业务板块

公司房地产业务板块主要由二级子公司中兴地产及其下属12家房地产子公司负责运营。从2005年开始，中兴地产响应市政府号召进军保障性住房建设领域，多年来在房地产开发、旧区改造等方面积累了丰富的经验，已先后通过ISO9001质量管理体系、ISO14001环境管理体系和OHS18001职业健康安全管理体系认证，并取得房地产开发企业一级资质，是目前杭州市专业资质级别最高的保障房开发建设单位。

公司房地产业务板块主要包括保障房、商品房、写字楼和商铺等的开发和销售，其中近三年保障房项目开发业务占80%左右。2011~2013年公司房地产收入持续下降，2013年该板块实现收入2.03亿元。公司结转收入的商品房销售收入占比较高，毛利率水平较高；2013年公司毛利率为58.02%，同比上升显著，主要由于当期公司房地产业务主要为保障房片区配套的店铺销售，高于保障房销售均价所致。

公司主要通过两种方式获取土地。一种是购买土地，公司须在确认中标后的10天至30天内支付50%的土价款，该种方式主要为公司取得土地时即确定土地将用于开发商品房；另一种是通过划拨方式取得的土地，划拨土地的土地使用权转让受到政策严格限制，主要为保障房建设专项用地，划拨土地方式是在符合保障房建设相关规定的前提下以招拍挂方式划拨，或以市政府向企业发送简复单的形式直接划拨；当出让保障房周边商业配套用房（包括地下车库）时须向经营土地一级开发公司补交土地出让金。

公司用于项目开发的资金主要由自有资金和外部融资构成。一般情况之下，自有资金出资占项目开发总投资的20~30%，具体项目根据相关政策制度规定有所不同。目前，中兴房产及下属房

地产企业主要通过将土地使用权向银行抵押取得项目开发贷款等获得外部融资。

中兴房产及其下属子公司不进行项目的工程施工建设，所有房地产开发项目均通过外包形式由专业建筑施工公司进场施工。中兴房产及下属子公司按照合同约定随项目开发进度分批、分次支付外包建筑单位施工款。一般情况下，施工款支付是在施工合同签订后，按月支付当月所完成工程量的75%的施工款，20%的施工款则作为施工单位的工程保证金待主体工程完成时统一结算，剩余5%则作为项目质量保证金，待质量保证期后支付。

中兴房产及其下属子公司的房产销售采用“自主策划、自主销售”的销售模式，在充分吸取外部专业策划建议的基础上，结合市场情况制定销售策略和销售推广计划，自主组织销售团队进行销售。目前，中兴房产及其下属子公司所开发的保障房项目的定价按市物价局统一定价（目前为3,100元/平方米）；商品房、写字楼、商铺的定价主要依据市场供求关系，采取市场定价模式；房地产销售资金（土地平整完毕达到地平线水平后获得预售证即可预售期房，获得现金流入，计入预收账款）回笼方式有一次性现金付款及银行按揭，一般银行按揭量占到总销售额的40~60%，资金回笼时间在3至6个月。

2011~2013年，公司已开发完成保障房和商品房累计730套；近三年公司已开发完成商品房项目1个，为九洲芳园，在建商品房项目1个；目前在建写字楼项目1个，为衢州金融大厦；在建保障房项目6个，包括墩苒家园、景冉佳园、久睦苑、景致公寓、景溪北苑和景溪南苑（见下表）；此外公司还开发建设了部分商铺，主要为保障房、商品房底层社区商铺。由于保障性住房项目土地为划拨土地，土地使用权转让受到政策严格限制，故公司保障性住房项目周边商铺在出让前需到相关部门补缴土地出让金，变更土地性质。在商铺经营方面，出售或租赁收入未来将构成公司房地产收入的重要来源，且该部分收入来源较为稳定。

作为杭州市保障性住房项目承建主体单位，通过与政府签订法律法规允许的建设协议，采取成本加成模式逐年取得业务收入，即由公司先期投入项目建设资金，待项目竣工验收合格后根据《杭州市区经济适用住房价格管理办法》（杭价服[2006]189号、杭建房[2006]195号）的规定，以项目工程成本外加5%的利润（包括3%的利润和2%的管理费用）合理计算收入，以实现稳定的利润，保障公司自身可持续发展。

在具体结算保障房收入方面，由杭州市政府按公司承建经济适用房的总投资额的105%合理折算经济适用房结算价格，以折算价为基础，结算公司经济适用房开发项目预售房款与结算收入的差额。

表12 截至2013年底公司在建房地产情况

项目名称	用途	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)	总建设面积 (万平米)	已售面积 (万平米)	均价(万元 /平米)	预计收入 确认时间
墩苒家园	廉租房/经济适用房	5.00	4.32	14.16	10.46	0.31	2014
景冉佳园	经济适用房	6.40	5.77	20.94	12.96	0.31	2014
久睦苑	廉租房/经济适用房	5.53	4.25	17.72	13.20	0.31	2014
景致公寓	公租房/拆迁安置房	4.50	3.28	14.50	4.78	0.32	2014
衢州金融大厦	商业写字楼	2.00	2.00	2.90	--	0.80	--
景溪北苑、南苑	经济适用房	18.41	4.01	40.18	--	0.31	--
中兴御田清庭	商品房	6.00	3.80	4.58	--	2.00~3.00	--
小计		47.84	27.43	113.30	45.98	--	--

资料来源：公司提供

注：总投资包括土地补偿金或土地出让金、勘察设计和前期工程费、建安成本、基础设施建设成本、财务成本及营业税金及附加。

总体看，公司房地产经营主体资质级别高，在杭州市保障建设经验较为丰富；近三年公司以

保障房建设为主，商品房开发为辅的经营战略使房地产业务收入来源稳定，对公司主营业务收入形成一定支撑。公司目前在建房地产项目较多，且保障房售价受到政府统一定价规定，公司预售房款无法全部覆盖保障房后期开发资金需求，存在一定的对外融资压力。

4. 软件园业务板块

公司软件园业务板块经营主体为公司及子公司杭州西湖数源软件园有限公司，收入主要包括物业租赁、停车收入、车位及车库出售，近年来，公司软件园业务板块在公司主营业务收入中占比较小；2013年该板块实现收入0.31亿元，占主营业务收入的比例为1.63%。

公司物业租赁主要为公司位于浙江省杭州市教工路1号的数源软件园区租赁，租金一般采取市场化的定价方式，截至2013年底该物业可供出租及出售面积为6万平方米。公司停车收入、车库出租及车位出售主要为公司位于浙江省杭州市教工路1号的数源软件园区内停车位租赁，车库及车位出售。停车位租赁一般采取市场化的定价方式，目前收费标准为6元每车每小时。车库、车位出售为一位一价，出售价格以市场价为参考定价。

截至2013年底，根据杭州市政府文件[府办简复第B20122154号]对教工路1号土地收储并支付相关拆迁补偿款，2013年公司已确认补偿收入2.17亿元（计入其他应收款和其它业务收入），截至目前公司已收到3亿元。未来公司将通过招拍挂的方式重新取得教工路一号物业的产权。

总体看，公司软件园区板块收入规模较小，但盈利能力较强。

5. 其他主营业务

公司其他业务板块主要为商贸流通业务和商贸流通主要业务为金属材料业务、转口贸易及其他贸易业务，经营主体为数源科技下属子公司浙江数源贸易有限公司（以下简称“数源贸易”）。公司金属材料贸易主要为钢材等金属材料贸易，2011~2013年，公司金属材料贸易收入随贸易量增加逐年增加，2013年达4.06亿元；但近年来受宏观经济景气度低、对钢铁行业淘汰落后产能以及对主要下游房地产业的宏观调控政策影响，2011~2013年金属材料业务毛利率波动下降，整体水平较低，2013年为1.67%。

表13 2011~2013年公司其他业务板块经营情况（单位：亿元、%）

分行业	2011年			2012年			2013年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
金属材料贸易	3.00	88.22	5.03	3.10	85.85	5.46	4.06	72.72	1.67
转口贸易	--	--	--	--	--	--	1.51	27.01	0.80
新能源汽车	--	--	--	0.51	14.15	7.09	--	--	--
其他贸易	0.40	11.78	11.08	--	--	--	0.02	0.28	53.04
合计	3.40	100.00	5.74	3.62	100.00	5.69	5.59	100.00	1.58

资料来源：公司提供

采购方面，公司与各大主要金属材料供应商保持长期稳定的合作关系，每年与主要供应商签订一次框架协议以控制价格风险。2013年，浙江省冶金物资有限公司等前五大供应商的金属材料供应量合计占公司金属材料总采购量的68.95%，供货商集中度较高。公司对供应商的付款方式均为现金付款。

公司主要经营模式为自营，约80%金属材料销售量采用“以销定购”的自营方式，并且客户须支付30%定金。该经营模式降低了公司市场风险，同时使公司的金属材料销售具有较为稳定的渠道，目前公司在选择下游企业的过程中也逐渐向信用度好的大型终端客户集中，并减少向二级

代理商供货，以减少下游公司的违约行为带来的风险。

销售方面，目前公司金属材料业务均为国内贸易，主要销售区域为华东地区。2013年公司前五大销售客户的金属材料销售金额占公司金属材料全部销售收入的67.77%，客户集中度较高。公司对下游客户的收款方式均为现金收款，平均结算周期约为7~40天。

2012年公司新能源汽车业务主要为新能源汽车的租赁及相关服务业务，由公司2012年12月成立的杭州西湖新能源科技有限公司（以下简称“新能源公司”）负责运营。2013年，主要受杭州市政府在新能源汽车业务的发展战略的影响下，2013年该板块未实现收入。

2013年公司新增转口贸易业务，主要为金属材料的转口贸易。2013年，公司转口贸易业务实现收入1.51亿元。

公司其他贸易业务主要包括家电、苗木的采购、销售等等。

6. 经营效率

2011~2013年公司应收账款快速增长，导致公司销售债权周转次数持续下降，三年均值为8.91次，2013年为7.36次；受房地产业务稳步推进的影响，公司存货周转次数呈下降趋势，三年平均值为0.66次，2013年为0.62次。公司总资产周转次数有所下降，三年平均值为0.40次，2013年为0.38次。总体上，公司经营效率一般。

7. 未来发展

2014至2015年期间，公司将重点发展新能源、房地产开发、物联网智能等产业：

（1）新能源产业

作为国家新能源汽车的“双试点”城市，杭州是全国乃至世界首家最大规模化实行“换电模式”运营的大城市。根据杭州市政府对杭州新能源电动车发展的指导意见和具体实施方案，2014~2015年杭州市将投入运营新能源汽车6,000辆，其中，2014年4,000辆，2015年2,000辆。按照每辆电动汽车应配置四套电池成组，三年内公司将生产提供电池成组80,000套；同时2014~2015年，杭州市还规划建设15个左右的新能源电动汽车充换电站，公司将负责以上新能源电动汽车充换电站的规划、设计和建设，上述经营方针政策的实施将在未来几年为公司带来稳定的经营性收入，成为公司重要的利润来源之一，具体收入测算情况如下：

表14 未来公司新能源板块收入预算（单位：亿元）

序号	项目名称	2014年	2015年
1	建电站收入	0.35	0.70
2	电池销售收入	4.20	6.72
	总计	4.55	7.42

资料来源：公司提供

公司目前已具备大型电动汽车充换电站的设计、集成和建造能力。在杭州市政府的支持下，公司已与国家电网达成战略合作意向，并共同提出了“企业先代建，再由国网收购”的运营模式，从而加快充换电站的市场推广速度。双方计划在2014年底前，在杭州新建5座充换电站，以满足杭州市即将到来的上万辆纯电动汽车的营运需求。根据公司长期发展规划，至2020年底前计划在杭州城区内建成6座集中充电站、221座充换电站及相关配套设备，以形成立体化和扁平化的全方位服务网络。其中2014年计划完成国家电网5座以上充换电站的建设。同时公司将积极研发车辆运营及电池成组等相关产品的生产技术，完成动力电池成组产品生产线的首期技改。

（2）房地产开发

未来三年公司将围绕政府保障房建设，通过强化管理、人才引进，发展房地产业，以此带动公司相关产业链拓展，促进公司的转型升级和创新发展，至 2015 年底争取完成六个以上保障房的开发和销售。

(3) 科技城市综合体项目

未来三年公司将加快盘活固定资产。扎实做好公司相关土地等固定资产盘活工作，2014 年争取完成工作土地出让前期的各项准备工作，以便尽早启动土地出让的招拍挂。

(4) 发展物联网智能产业

表15 未来三年公司主要在建和拟建项目（单位：亿元）

在建项目	地块名称	用途	规划建筑 面积	计划 完工 时间	拟投资金额	截至 2013 年 底 已投资	2014 年 拟投资	2015 年 拟投资
景溪北苑	三墩北 A-R21-03	经济适用房	26.09	2016. 06	11.83	4.01	1.30	1.35
景溪南苑	三墩北 A-R21-04	经济适用房	14.28	2017 年	6.58	0.00	1.70	0.65
合计	--	--	41.18	--	18.41	4.01	3.00	2.00
拟建项目	项目规模	用途	规划建筑 面积	计划 完工 时间	拟投资金额	截至 2013 年 底 已投资	2014 年 拟投资	2015 年 拟投资
25 座换电站 代建项目	--	--	--	--	2.50	--	--	--
动力电池成 组产品生产 线的首期技 改项目	--	--	--	--	0.18	--	--	--
合计	--	--	--	--	2.68	--	--	--

资料来源：公司提供

未来，公司将围绕智能公交、智能电网、智能安防等三个方面，发展物联网智能产业。在智能公交方面，公司将积极研发智能公交运营调度管理系统，以实现公交系统的调度、管理、营运的智能化与信息化，从而提升公交的服务能力。在智能电网方面，公司将以系统集成作为突破口，快速切入智能电网产业，并在此基础上不断开拓新市场，积极拓展智能电网产品门类。在智能安防方面，公司把智能楼宇对讲门禁系统产品列为产业发展方向之一。公司将做好数字对讲门禁系统和模拟对讲门禁系统两大产品系列的研发，同时牢牢抓住与世界500强企业德国霍尼韦尔公司的战略合作关系，加大产品的市场推广力度。

总体来看，公司未来主要投资项目为经济适用房建设项目，经济适用房项目计划总投资额为 18.41 亿元，规模较大；新能源业务方面，公司计划总投资为 2.68 亿元，规模尚可。由于公司房地产在建项目的建设资金来源中自有资金仅占 20~30%，上述两项目投资规模较大，且以政府指导价收回的预售房款将无法覆盖后期建筑安装现金支出需求，存在较大的对外筹资，公司未来债务负担将呈加重趋势。

七、重大事项

由于近年来电视机、机顶盒市场保有量不断增多，行业未来成长性较低，公司未来将专注于车联网、物联网、智慧城市、智慧交通等方面相关领域的研究和开发，故公司决定退出电视机、机顶盒领域。2013年7月18日，经数源科技董事会第二十三次会议审议通过关于转让子公司数源久

融技术有限公司股权的决议（数源久融系2013年6月9日由数源科技将原属于公司的电视机和数字机顶盒的业务整合设立的全资子公司）。根据2013年8月20日公司与港企汉傲科技有限公司签订《数源久融技术有限公司100%股权交易合同》，以1.05亿元转让数源久融100%股权。

根据浙江天元资产评估有限公司2013年7月18日出具的数源久融技术有限公司股东全部权益评估报告，基准日2013年6月30日数源久融账面审定的资产总额和权益总额分别为0.96亿元和0.89亿元，数源久融资产的评估价值为0.97亿元，增值率为1.16%；股东权益评估价值为0.90亿元，增值率为1.24%。

2013年公司电视机和机顶盒产品销售收入为3.94亿元，毛利润为0.48亿元；2014年起不再纳入公司合并范围。

总体看，本次股权转让对公司资产规模、净资产规模、资产负债率和全部债务资本化比率影响较小，但由于本次股权转让后（交易合同日期为2013年8月20日），公司将不再从事电视机及数字机顶盒的经营业务，未来公司视音频产品业务主要为生产及销售SMT贴片产品，视音频产品业务板块收入和盈利规模有所下降。

八、财务分析

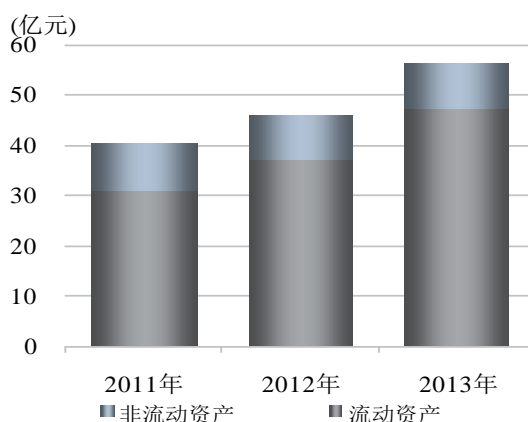
公司提供的2011~2013年度合并财务报表已经利安达会计师事务所审计并出具标准无保留意见。

从合并范围来看，2011年与2012年纳入合并范围的子公司分别为18家和19家；截至2013年底，公司合并范围内子公司共计20家，其中，数源久融技术有限公司不再纳入合并范围，但数源久融自成立日（2013年6月20日）至出售日（2013年12月19日）的收入、费用、利润纳入合并报表。总体看，近三年公司合并范围变动不大，财务数据连续性和可比性较好。

截至2013年底，公司合并资产总额56.18亿元，所有者权益14.60亿元；2013年实现营业收入19.54亿元，利润总额0.96亿元。

1. 资产质量

图3 公司2011~2013年底资产构成



资料来源：公司审计报告

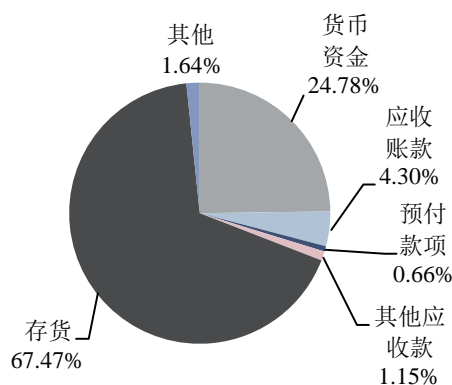
受益于流动资产中货币资金和存货的快速增长，2011~2013年公司资产规模增长较快，年复合增长率为18.15%；从资产结构来看，以流动资产为主，且其占比逐年增长。截至2013年底，

公司资产总额为 56.18 亿元，其中流动资产占比为 84.31%，非流动资产占比 15.69%。

流动资产

2011~2013 年，公司流动资产年均复合增长 23.93%，主要来自于货币资金、应收账款和存货的增长。截至 2013 年底，公司流动资产合计 47.36 亿元，资产构成以货币资金、应收账款和存货为主。

图 4 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金波动增长，年复合增长率为 17.08%。其中，2013 年底较上年末增长 51.54%，主要是由于 2013 年公司银行借款的大幅增长带动银行存款的增加。截至 2013 年底，公司货币资金 11.74 亿元，其中，银行存款占 95.48%，其他货币资金占 4.51%，其他货币资金主要是银行承兑汇票保证金。

2011~2013 年，公司应收票据波动增长，年均复合增速达 72.48%。截至 2013 年底，公司应收票据为 0.77 亿元，主要是为防止出现坏账，公司提高了票据结算比例。

2011~2013 年，公司应收账款快速增长，年复合增长率为 32.32%。截至 2013 年底，公司应收账款为 2.04 亿元，较上年末增长 24.76%，主要是应收的视音频产品销售货款的增加所致。从账龄看，1 年以内的占 84.93%，1~2 年的占 8.40%，2 年以上的占 6.67%，账龄较短；从集中度看，公司应收账款前 5 名客户合计欠款 1.16 亿元，占应收账款总额的比例为 53.17%，集中度较高；从计提坏账准备来看，公司按账龄法和单项计提法共计提坏账准备 1,449.04 万元，计提比例为 6.64%，计提较为充分。总体看，公司应收账款账龄较短，坏账计提比例较充分，应收账款回款风险整体较低。

2011~2013 年，公司预付款项波动增长，年复合增长率为 34.80%；截至 2013 年底，公司预付款项为 0.31 亿元，主要为预付工程款及预付货款。

2011~2013 年，公司其他应收款波动下降，年均降幅为 22.47%；截至 2013 年底，公司其他应收款净额为 0.54 亿元，同比减少 2.08 亿元，主要由于 2012 年公司根据市政府文件[府办简复第 B20122154 号]对教工路一号土地收储，2012 年确认搬迁补偿收入 2.17 亿元，计入其他应收款，2013 年该笔款项到账，故其他应收款减少。从账龄看，1 年以内的占 42.89%，1~3 年的占 14.74%，3 年以上的占 42.37%；公司 3 年以上的其他应收款占比较高，历史较长，回收风险较大，公司已计提了坏账准备。2013 年底公司其他应收款坏账准备累计余额 0.28 亿元。整体看，公司其他应收

款质量一般，但由于金额较小，对公司整体资产质量影响不大。

2011~2013 年，主要受保障房建设快速推进的影响，公司存货规模持续增长，年复合增长率为 28.39%；截至 2013 年底，公司存货余额为 32.02 亿元，主要由开发成本（占 88.04%）和开发产品（占 8.81%）构成，2013 年底公司存货跌价准备余额为 0.06 亿元，存货净值 31.96 亿元。

表 16 2013 年底公司开发成本构成（单位：万元）

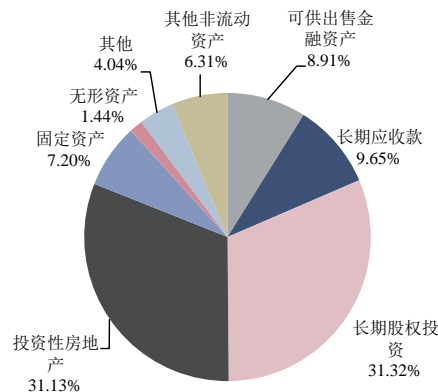
地块名称	项目名称	开工时间	预计竣工时间	预计投资总额	2013 年底数	2012 年底数
杭州三墩北大型居住区 R21-13/14 经济适用房	墩蔚家园	2011.02	2014 年	50,000.00	41,302.78	37,430.52
杭州花园岗村拆迁安置房	景致公寓	2010.09	2014 年	45,000.00	41,117.59	31,445.84
杭州景冉佳园经济适用房	景冉佳园	2010.11	2014 年	64,000.00	64,213.44	56,215.29
杭州长睦大型居住区 R21-08 地块经济适用房和廉租房项目	久睦苑	2010.11	2014 年	55,295.00	48,400.65	40,997.41
衢州金融大厦 A-6 地块项目	衢州金融大厦	2011.04	2014.06	19,951.00	9,200.46	6,912.13
三墩北 A-R21-03、A-R21-04 地块经济适用房	景溪北苑(募投项目)、南苑项目	2013.04	2016.06	184,060.00	36,321.65	8,800.13
杭州市经济开发区大学城城北人才专项用房	代建项目 只出人工	2011.09	2016 年初	--	200.35	200.35
中兴御田清庭	御田清庭	2013.06	2016.05	60,000.00	37,819.12	0.00
其他		--	--	--	2,960.62	3,381.97
小 计	-	-	-	418306.00	281336.30	185383.62

资料来源：公司审计报告

非流动资产

2011~2013 年，公司非流动资产波动下降，年均降幅 3.19%，主要源自投资性房地产和固定资产的减少。截至 2013 年底，公司非流动资产合计 8.81 亿元，主要以长期股权投资、投资性房地产和长期应收款等为主。

图 5 2013 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，受资本市场的影响，公司可供出售金融资产波动增长，年复合增长率为 31.45%。截至 2013 年底，公司可供出售金融资产为 0.78 亿元，主要由公司持有的杭州解百（占 10.25%）、

华东医药（占 31.08%）和三九控股（占 17.28%）等股权构成。

截至 2013 年底，公司长期应收款为 0.85 亿元，全部为应收联营企业合肥印象西湖房地产投资有限公司暂借款。

2011~2013 年，公司长期股权投资波动增长，年复合增长率为 6.74%；截至 2013 年底，公司长期股权投资合计 2.76 亿元，主要被投资对象为华数数字电视传媒集团有限公司等相关行业公司，以及国泰君安证券股份有限公司和合肥印象西湖房地产投资有限公司等金融及投资公司。

2011~2013 年，公司投资性房地产波动下降，年均降幅为 13.15%。其中，2012 年底同比下降 22.47%，主要是由于政府对公司教工路一号实现土地收储，以及计提房屋折旧致净值减少所致。截至 2013 年底，公司投资性房地产为 2.74 亿元，主要由房屋与建筑物（占 28.36%）和土地使用权（占 71.64%）构成。

2011~2013 年，公司固定资产不断下降，年均降幅为 12.66%；截至 2013 年底，公司固定资产净额为 0.63 亿元，同比下降 18.17%，主要由于电子设备的减少所致。2013 年底，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 41.86%）、机器设备（占 30.42%）和电子设备（占 15.42%）等构成。截至 2013 年底，公司固定资产原值 1.97 亿元，累计折旧 1.29 亿元，成新率为 34.01%。

2011~2013 年，公司无形资产不断下降，年均降幅为 20.45%。截至 2013 年底，公司无形资产为 0.13 亿元，主要由土地使用权（占 97.04%）构成。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产为 0.56 亿元，全部为公司所持有的数源科技的非流通股份以及有限售条件的流通股股份。

总体看，公司资产规模稳步增长，构成以流动资产为主，资产结构相对稳定，流动资产中存货占比大，资产流动性一般。

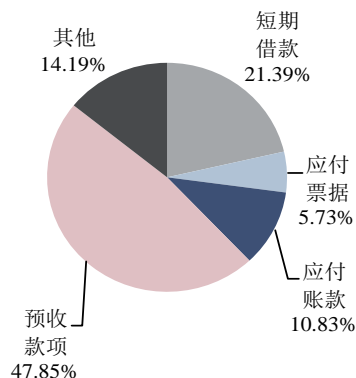
3. 负债和所有者权益

负债

2011~2013 年，公司负债规模快速增长，年复合增长率为 20.04%。负债结构方面，近三年公司负债以流动负债为主，截至 2013 年底，公司负债合计 41.58 亿元，其中流动负债占 70.17%，非流动负债占 29.83%。

2011~2013 年，公司流动负债规模波动上升，年复合增长 20.36%。截至 2013 年底，公司流动负债合计 29.18 亿元，以短期借款（占 21.39%）、应付账款（占 10.83%）和预收款项（占 47.85%）为主。

图 6 2013 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司短期借款波动中略有增长，年复合增长0.23%。截至2013年底，公司短期借款为6.24亿元，主要为保证、抵押借款（占86.41%）和承兑汇票贴现（占13.59%）。

2011~2013年，公司应付票据快速增长，年复合增长率为29.84%。截至2013年底，公司应付票据为1.67亿元，全部为银行承兑汇票。

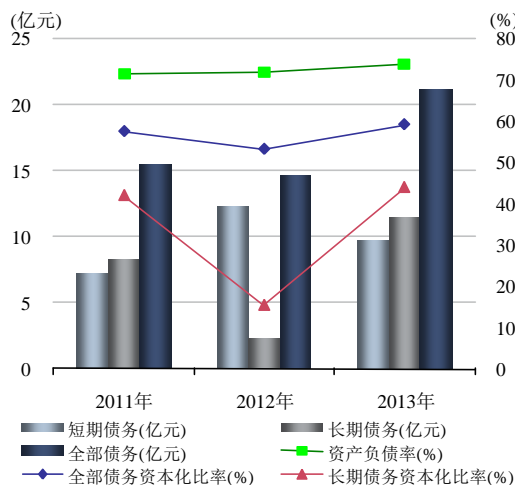
2011~2013年，受公司增加了票据结算比例的影响，其应付账款持续下降，年均降幅为10.92%。截至2013年底，公司应付账款为3.16亿元，主要为应付工程款；从账龄来看，1年以内的应付账款占69.89%，1年以上的占30.11%。

2011~2013年，公司预收款项快速增长，年复合增长率为31.30%。截至2013年底，公司预收款项为13.96亿元，主要是房地产板块预收的房款。从账龄看，1年以内的占6.97%，1年以上的占93.03%。

2011~2013年，公司其他应付款快速增长，年复合增长率为154.72%。截至2013年底，公司其他应付款为2.65亿元，主要由履约保证金、物业租赁押金及物业维修基金构成。

截至2013年底，公司一年内到期的非流动负债为1.85亿元，全部为一年内到期的长期借款。

图7 2011~2013年公司债务构成



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司非流动负债波动增长，年均增幅为19.31%。截至2013年底，公司非流动负债为12.40亿元，同比增长292.50%，主要是由长期借款的大幅增长所致。公司非流动负债的构成以长期借款为主，占比92.57%。

债务负担方面，2011~2013年，公司债务总额波动增长，年复合增长率为17.17%。截至2013年底，公司全部债务为21.25亿元，其中短期债务占比45.96%，长期债务占比54.04%；由于2013年长期借款的大幅增长，使得公司债务结构有较大幅度的改善，长期债务占比较上年上升了38.04个百分点。

从债务指标看，2011~2013年，公司有息债务增速快于所有者权益增速，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率波动增长，三年加权平均值分别为35.06%和57.15%，2013年底分别为44.02%和59.27%；资产负债率逐年增长，三年加权平均值为72.94%，2013年底为74.02%。考虑到房地产行业特征，公司取得预售证后实现的相关现金回流即计入预收款项，剔除预收款项后，2013年底公司资产负债率为65.42%，公司债务负担尚可。

所有者权益

2011~2013年，在未分配利润和少数股东权益快速增长的带动下，公司所有者权益较快增长，年复合增长率为13.22%。截至2013年底，公司所有者权益为14.60亿元，主要由实收资本（占18.22%）、资本公积（占30.64%）、盈余公积（占2.10%）、未分配利润（占19.45%）以及少数股东权益（占30.05%）构成。公司所有者权益稳定性一般。

总体看，公司所有者权益稳定性一般；债务规模增长较快，债务结构以长期债务为主，较上年有较大程度的改善，公司整体债务负担尚可。

4. 盈利能力

2011~2013年，随着公司业务规模的不断扩大，公司营业收入呈持续增长态势，年复合增长率为9.08%。2012年，公司营业收入较2011年增长9.53%至17.99亿元，主要因根据市政府文件对教工路一号土地收储，2012年确认搬迁补偿收入2.17亿元，导致公司营业收入中除主营业务收入外其他业务收入增幅较大。2013年，公司营业收入同比增长8.64%至19.54亿元，主要因公司视音频板块和数源贸易经营的贸易板块收入增加所致。

2011~2013年，公司营业成本同趋势变化，年均增长13.54%，高于收入增速4.46个百分点，2013年为16.91亿元，同比增长20.40%。

从期间费用上看，2011~2013年，受公司人力成本费用和研发费用提升较快的影响，公司管理费用增长较快；销售费用和财务费用呈下降趋势。近三年，公司期间费用年均增长6.16%，2013年为1.73亿元，同比增长10.33%，期间费用占营业收入的比重为8.87%。公司期间费用控制能力一般。

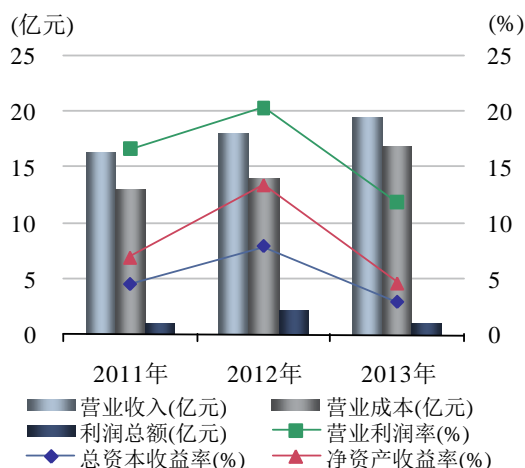
主要受上述因素影响，2011~2013年公司营业利润波动下降，年均降幅为9.56%，2013年公司实现营业利润0.77亿元，同比下降62.39%。

2011~2013年，公司营业外收入快速增长，年复合增长率为28.06%；2013年公司实现营业外收入0.21亿元，主要由政府补助（占54.18%）、房屋拆迁补偿收入（占27.21%）和赔款收入（占9.64%）等构成。

2011~2013年，公司利润总额波动下降，年均降幅4.47%，2013年公司实现利润总额0.96亿元。

从盈利指标上看，近三年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率平均值分别为15.43%、4.74%和7.76%，2013年上述三项指标分别为11.92%、2.93%和4.68%，2013年公司盈利能力明显减弱。

图8 2011~2013年公司盈利能力



资料来源：公司审计报告

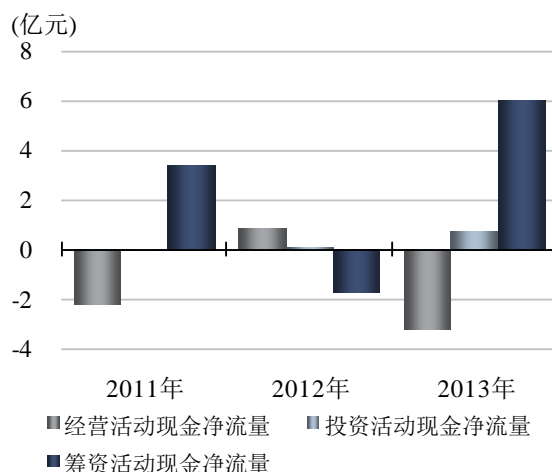
总体看，近三年公司营业收入稳定增长，利润规模波动下降；2013年公司盈利能力明显减弱，期间费用控制能力一般。2011~2013年，公司主业电视机和机顶盒业务收入合计为4.36亿元、4.72亿元和3.94亿元，考虑到公司于2013年底将电视机和机顶盒业务板块出售，公司未来收入规模会受到一定的影响。

5. 现金流

经营活动方面，2011~2013年，在营业收入的推动下，公司经营活动现金流入稳定增长，2013年为29.75亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金构成。随着收入规模的扩大，近年来公司经营活动现金流出持续增长，2013年为32.95亿元，主要由购买商品、接受劳务支付的现金构成。2011~2013年公司经营活动净现金流分别为-2.22亿元、0.81亿元和-3.20亿元。从收入实现质量来看，近年来公司现金收入比分别为122.96%、113.93%和122.47%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2011~2013年，公司投资活动现金流入规模快速上升，年复合增长率为128.84%。2013年公司处置子公司及其他单位收到的现金净额为0.54亿元，主要由于公司转让数源久融所致；公司收到其他与投资活动有关的现金0.32亿元。同期，公司投资活动现金流出量波动增长，年均增长23.27%，主要由投资支付的现金构成。2011~2013年，公司投资活动现金流净额分别为0.03亿元、0.11亿元和0.66亿元。

图9 2011~2013年公司现金流情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-2.19亿元、0.92亿元和-2.54亿元。公司经营活动现金流量净额波动较大，考虑到公司经济适用房项目和换电站代建项目需要较大的资本支出，公司存在一定的对外融资压力。

筹资活动方面，公司主要筹资方式为银行借款；2013年公司筹资活动现金流入额为22.93亿元，其中取得借款收到的现金为18.71亿元；公司筹资活动现金流出也相应主要用于偿还债务及利息，2013年公司筹资活动现金流出额为16.96亿元，其中偿还债务支付的现金为13.09亿元。2011~2013年，公司筹资活动现金流净额分别为3.39亿元、-1.76亿元和5.97亿元。

总体来看，公司经营活动现金流入规模稳定增长，经营活动净流量波动较大；投资活动支出规模适中，但考虑到公司经济适用房项目和换电站项目未来会有较大的投资支出，公司存在一定的对外融资压力，整体现金流状况一般。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2011~2013 年, 公司流动比率波动上升, 三年加权平均值为 149.08%, 2013 年为 162.33%; 受公司流动资产中存货占比较高的影响, 近三年公司速动比率波动下降, 三年加权平均值为 51.99%, 2013 年为 52.81%。2011~2013 年, 公司经营现金流流动负债比波动上升, 分别为-11.01%、2.71%和-10.96%, 经营活动净现金流对短期债务的保障能力较弱。总体看, 公司流动资产中存货占比高, 存在短期支付压力, 公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看, 2011~2013 年, 公司 EBITDA 构成以利润总额为主, 三年分别为 1.77 亿元、2.86 亿元和 1.54 亿元, 年均降幅为 6.62%; EBITDA 利息倍数波动下降, 三年分别为 2.93 倍、3.34 倍和 1.76 倍, 对利息的保护能力一般; 同期, EBITDA 全部债务比分别为 0.11、0.19 和 0.07。总体看, 长期偿债能力一般。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系, 截至 2014 年 3 月底, 公司获得各商业银行综合授信额度合计人民币 29.63 亿元、美元 810 万元, 尚未使用额度为人民币 6.72 亿元, 美元 810 万元, 公司间接融资渠道畅通。公司拥有 1 家 A 股上市公司数源科技(股票代码: 000909), 公司直接融资渠道畅通。

截至 2013 年底, 公司为联营企业合肥印象西湖房地产投资有限公司(以下简称“合肥印象”, 公司持股比例 49%)提供最高额 1.42 亿元的连带责任保证担保, 公司对外担保比率为 9.73%。截至 2013 年底, 合肥印象资产总额为 13.35 亿元, 所有者权益为 2.41 亿元; 2013 年合肥印象实现营业收入 0.60 亿元, 净利润为 0.01 亿元。总体看, 合肥印象经营状况良好, 公司或有风险不高。

整体看, 公司流动资产中存货占比高, 存在短期支付压力, 但公司融资渠道通畅, 融资能力较强, 偿债能力尚可。

九、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

公司本期企业债券发行额度为 5 亿元, 占 2013 年底全部债务的 23.53%, 对公司现有债务具有较大影响。

截至 2013 年底, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 74.02%和 59.27%; 以公司 2013 年底财务数据为基础不考虑其他因素, 预计本期债券发行后, 公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别升至 76.14%和 64.26%。公司债务负担将进一步加重。

2. 本期公司债偿债能力分析

2011~2013 年, 公司经营活动产生的现金流入量分别为 23.32 亿元、26.68 亿元和 29.75 亿元, 分别为本期债券的 4.66 倍、5.34 倍和 5.95, 经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高; 近三年公司经营活动现金流量净额分别为-2.22 亿元、0.81 亿元和-3.20 亿元, 对本期债券保障程度低; 2011~2013 年, 公司 EBITDA/本期发债额度分别为 0.35 倍、0.57 倍和 0.31 倍, 公司 EBITDA 对本期债券保障程度一般。

总体看, 近三年公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖程度较高。

3. 偿债资金专户监管

为了保证募集资金合理使用以及按时偿还本期债券到期本金和利息, 公司拟聘请杭州银行股份有限公司官巷口支行作为本期债券账户及资金的监管人。

根据本期债券的账户及资金监管协议的约定，公司将提前提取偿债资金用于本期债券的兑付工作，并在在杭州银行股份有限公司官巷口支行建立偿债基金专户，以确保本期债券本息按期兑付，保障投资者权益。本期债券存续期内，公司在每个付息日前第 10 个工作日将该年度应付债券利息划入偿债账户，在兑付日前第 10 个工作日将应兑付本金和利息划入偿债账户，以确保债券本息的按时支付。

十、担保方分析

1. 担保条款

本期债券由杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭州实业”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。在本期债券存续期及本期债券到期之日起两年内，如发行人不能按期兑付债券本金及到期利息，担保人保证将债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用，划入偿债资金账户。

2. 担保人信用分析

（1）杭州实业概况

杭州市实业投资集团有限公司（以下简称“杭州实业”）是根据杭州市委、市政府《关于组建杭州市工业资产经营有限公司的通知》（市委[2001]15号）和《关于调整市级工业国有资产营运体系和市属工业企业管理体制的通知》（市委[2002]15号），由杭州化工控股（集团）有限公司、杭州轻工控股集团（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、杭州机械电子控股（集团）有限公司、杭州丝绸控股（集团）有限公司、杭州建材冶金控股（集团）有限公司、杭州二轻控股（集团）有限公司共八家控股公司共同组建而成，成立于2001年11月13日，为国有独资经营公司。2008年3月17日，公司更名为杭州市工业资产经营投资集团有限公司，注册资本变更为30亿元。2013年10月，根据《杭州市人民政府公文处理简复单》（府办简复第B20131202号），公司更名为“杭州市实业投资集团有限公司”。目前实缴资本为人民币30亿元，杭州市人民政府国有资产监督管理委员会始终为杭州实业唯一股东和实际控制人。

杭州实业的经营范围为以授权经营的国有资产通过控股、参股、投资、购并、转让、租赁形式从事资本经营业务；服务：房屋租赁，物业管理；批发、零售：百货，普通机械，建筑材料，五金交电，家用电器，化工原料及产品（除化学危险品及易制毒化学品），金属材料；货物进出口等。其中，杭州实业核心子公司杭州橡胶(集团)公司经营轮胎生产与销售以及杭州金鱼电器集团有限公司所经营的家电制造为杭州实业主营业务。

截至2012年底，杭州实业本部设党政办公室、组织人事部、财务审计部、产权投资部、法律事务部、战略发展部、综合管理部、物业管理部和监察室九个职能部门。

截至2012年底，杭州实业资产总额396.93亿元，所有者权益117.27亿元；2012年实现营业收入334.19亿元，利润总额19.85亿元。

杭州实业注册地址：杭州市西湖区保俶路宝石山下4弄13号；法定代表人：傅力群。

（2）外部环境

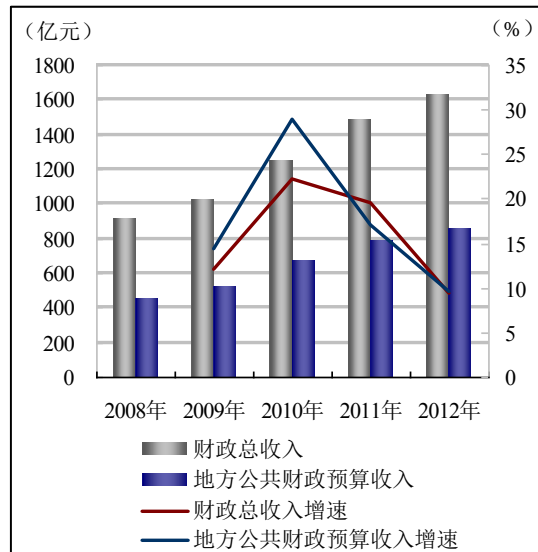
杭州是长三角中心城市，国家历史文化名城和著名的风景旅游城市。杭州的地区生产总值连续16年保持两位数增长，经济总量连续多年居全国省会城市第二位、副省级城市第三位、全国大中城市第八位。杭州实业业务主要立足杭州，辐射全国。2012年，杭州市实现地区生产总值（GDP）

7803.98亿元，按可比价格计算，比上年增长9.0%。其中：第一产业增加值255.93亿元，第二产业增加值3626.88亿元，第三产业增加值3921.17亿元，分别增长2.5%、8.5%和10.1%。全市按常住人口计算的人均GDP达到88985元，增长8.4%。按国家公布的2012年平均汇率折算，达到14097美元。三次产业结构由上年的3.3：47.4：49.3调整为2012年的3.3：46.5：50.2，三产占比首次超过50%。

2012年，全市实现工业增加值3190.32亿元，按可比价计算增长9.1%。实现全部工业销售产值15359.27亿元，其中规模以上工业销售产值12723.67亿元，增长7.2%。在规模以上工业中：轻工业实现销售产值4923.08亿元，增长6.6%，重工业实现销售产值7800.59亿元，增长7.5%。全市规上工业实现高新技术产业销售产值3454.85亿元，增长10.2%，实现新产品产值3175.29亿元，增长15.9%，新产品产值率由上年的22.8%提高到24.6%。

财政收入方面，2008年-2012年，杭州市财政总收入年均复合增长12.32%，同期杭州市地方公共财政预算收入年均复合增长13.56%，增长较为迅速。2012年杭州市完成财政总收入1627.89亿元，比上年增长9.3%，其中地方公共财政预算收入完成859.99亿元，增长9.9%，但增速较2011年有所放缓。支出方面，全年杭州市地方财政支出786.28亿元，同比增长5.2%。2013年上半年，全市完成财政总收入989.05亿元，增长7.9%，增速高于一季度1.6个百分点，其中实现公共财政预算收入542.0亿元，同比增长14.3%。

图 10 2008~2012 年杭州市财政收入及支出（亿元）



资料来源：杭州市统计公报

总体看，2012年杭州市工业生产持续发展，财政收入稳定增长；杭州实业经营发展具备良好的外部环境。

(3) 政府支持

在土地一级开发项目中，杭州实业享受土地出让金返还政策。根据中共杭州市委办公厅文件，由杭州实业负责开发的土地转让后，政府将土地出让金的45%部分扣除相关税费后全额返还给杭州实业，用于按搬迁企业资产评估价向企业支付搬迁补偿与土地整理支出，土地出让金返还在很大程度上对杭州实业效益形成支撑。

(4) 经营分析

经营概况

橡胶轮胎和家电业务是杭州实业收入和利润的主要来源，近年来在杭州实业主营业务收入中占比均大于 90%。2012 年，杭州实业橡胶轮胎和家电业产生的销售收入占杭州实业主营业务收入比重分别为 80.15% 和 14.75%。

2010 年~2012 年，受益于轮胎板块下游汽车行业近年来销量保持在较高水平，对轮胎需求较为旺盛，杭州实业轮胎业务产能快速扩张并得到较为充分的释放，杭州实业主营业务收入复合增长 14.41%。2012 年杭州实业实现主营业务收入为 317.77 亿元，在杭州实业家电板块经营主体金鱼集团积极拓展网络销售渠道的带动下，较上年小幅增长 2.65%。

2010 年~2012 年杭州实业毛利率波动上升，分别为 11.74%、10.24% 和 13.03%，2012 杭州实业毛利率上升主要是由于橡胶轮胎原材料天然橡胶市场价格较 2011 年下降，带动杭州实业轮胎业务板块毛利率提高所致。

杭州实业其他业务主要包括中法实业、庆丰农化等子公司产生的化工产品销售收入，轻机实业、杭资通用、杭州重型机械有限公司等子公司产生的机械产品销售收入，化纤集团、杭州蓝孔雀等子公司产生的化纤产品销售收入以及中北大酒店、杭州宝麓山庄等产生的酒店业务收入等，收入规模较小；2012 其它业务板块实现收入 16.23 亿元，在营业收入中仅占 5.11%。

表 17 近年来杭州实业主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

分行业	2010 年			2011 年			2012 年		
	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率	营业收入	收入占比	毛利率
橡胶轮胎	199.38	82.13	10.87	254.81	82.32	9.66	254.68	80.15	13.52
家电制造	29.56	12.18	14.67	38.27	12.36	12.60	46.86	14.75	10.47
其他	13.81	5.69	17.96	16.48	5.32	13.63	16.23	5.11	12.76
合计	242.75	100.00	11.74	309.56	100.00	10.24	317.77	100.00	13.03

资料来源：公开信息整理

橡胶轮胎板块

目前杭州实业的轮胎制造业务的经营实体为杭州橡胶（集团）公司（以下简称“杭橡集团”），其下属轮胎生产企业主要为中策橡胶集团有限公司（以下简称“中策橡胶”）。中策橡胶是目前国内最大的轮胎生产企业，在中国企业 500 强排行榜中位列第 320 位，国内轮胎制造业综合排名第一，世界轮胎企业排名中位列第 10 位。2012 年杭州实业在国内轮胎企业销售收入排名中位列第一，综合产量排名中仅于中国佳通，位列第二。

2010-2012 年杭州实业橡胶轮胎板块在产能不断扩充及释放的带动下，销售收入三年复合增长 13.02%，2012 年达 254.68 亿元。从毛利率来看，近三年杭州实业毛利率水平有所波动，杭州实业轮胎产品毛利率主要受原材料天然橡胶价格波动影响较大，2011 年天然橡胶价格整体处于较高水平，同时产品售价调整时间较原材料价格波动略有滞后，故原材料价格上涨对杭州实业毛利润形成一定的挤压，2011 年轮胎板块毛利率仅为 9.66%；2012 年以来，天然橡胶价格逐步回落，杭州实业轮胎板块毛利率较 2011 年上升 3.86 个百分点，为 13.52%。

原材料采购

橡胶轮胎产品原材料包括天然橡胶、合成橡胶、钢帘线、炭黑等，合计占成本的 80% 左右。其中，天然橡胶约占杭州实业橡胶轮胎生产成本的 50%，是杭州实业橡胶轮胎行业的主要原材料；合成橡胶、钢帘线和炭黑采购成本合计占橡胶轮胎生产成本的约 30% 左右。

在天然橡胶采购方面，杭州实业主要是从泰国、印尼、马来西亚、越南和印度等东南亚国家以及国内主要产胶区进口，进口天然橡胶占杭州实业全部天然橡胶使用量的 50% 左右。杭州实业

与主要天然橡胶原材料供应商主要通过电汇（T/T）方式进行结算，其主要原材料供应商的账期约为2个月左右。

生产与销售

表18 截至2013年9月底杭州实业各类橡胶轮胎产能

产能	套数
全钢子午胎	1,280
半钢子午胎	2,300
斜角轮胎	450
自行车胎和电动车胎	8,400
摩托车胎	1,200
橡胶履带	17
合计	13,647

资料来源：杭州实业提供

产能方面，2010年和2011年杭州实业各类橡胶轮胎总产能变动不大，分别为11,543万套和11,539万套，综合产能利用率分别为99.90%和100.48%，产能利用率很高。2012年，杭州实业在厂房拆迁改造的契机下，产能增长较快，截至2013年9月底杭州实业各类橡胶轮胎总产能已达13,647万套，较2011年底总产能增长18.27%。目前杭州实业轮胎技术和生产能力在中国处于领先地位。

在销售方面上，杭州实业轮胎产品主要以内销为主，内销占比在70%以上。目前杭州实业在国内市场有300多家总代理级经销商，15家配套厂商，重点销售区域为浙江、安徽等地，产品在上述地区市场占有率达15%，并在海外市场每个销售区域设有1-2个代理商。目前杭州实业拥有1000多个客户，分布于全国各地及海外一些国家和地区，均与杭州实业保持多年的合作关系。

由于杭州实业橡胶轮胎产品在行业内性价比较高，市场对其产品需求不断扩大，故在橡胶轮胎行业具有较强的议价能力。但杭州实业客户分布的范围过于广泛，以及市场竞争日趋激烈，使销售费用逐年上升。杭州实业与橡胶轮胎客户主要通过汇款方式进行结算，其主要橡胶轮胎客户的账期约为20天左右。

表19 近年来各类轮胎销量及售价情况（单位：万套，元/套）

产品	2010年		2011年		2012年	
	销量	价格	销量	价格	销量	价格
全钢子午胎	878.01	1,240.56	970	1,511.09	1,109	1,325.52
半钢子午胎	1,796.66	187.55	1942	228.74	2,079	221.26
斜角胎	478.08	672.23	423	831.92	436	711.01
摩托车胎	144.84	47.73	377	65.81	414	67.63
自行车胎	7,768.48	23.16	7220	27.30	7,265	27.53
力车胎	346.73	55.56	291	61.03	267	59.93
合计	11,412.80	--	11,223	--	11,570	--

资料来源：根据公开信息整理

销量方面，2010-2012年杭州实业轮胎产品销量略有波动，总体上处于较高水平，2012年为11,570万套，较2011年小幅上升3.09%。产销率方面，2010-2011年杭州实业产销率为98.97%和96.80%，若2012年杭州实业仍然执行以销定产的生产政策，产销率仍将维持在较高水平。同时由于2012年以来杭州实业产能进一步扩大，从销量来看，新增产能有待于进一步释放。

轮胎产品售价方面，近年来，杭州实业橡胶轮胎产品价格随着其主要原材料天然橡胶及合成橡胶价格上升而上升，其价格调整时间较原材料价格波动略有滞后。2011年3月以来，随着天然橡

胶价格的逐步回落，杭州实业橡胶轮胎产品价格也有所回落。2012年杭州实业全钢子午胎、半钢子午胎和斜角胎销售均价分别为1325.52元/套、221.26元/套和711.01元/套，随2012年以来主要原材料天然橡胶价格回落而下降。

总体来看，近年来杭州实业轮胎业务保持稳定发展态势，产能优势突出且快速扩张，品牌优势明显。杭州实业轮胎板块毛利率水平较为稳定，但主要原材料价格波动为杭州实业成本控制带来一定压力。未来随搬迁扩建产能进一步释放，杭州实业轮胎板块收入规模有望进一步增加。

家电制造板块

杭州实业家电制造的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，兼营其它家电产品的综合性大型企业，下属主要联营公司杭州松下家用电器有限公司（公司持股比例为49%，以下简称“杭州松下”）为松下电器海外最大的洗衣机生产基地，以生产销售“松下”牌洗衣机为主营业务。

金鱼集团通过对波轮、滚筒洗衣机的整合，使其投资的杭州松下家用电器有限公司成为了全球少数的集滚筒洗衣机、波轮全自动洗衣机和双桶洗衣机生产于一身的专业洗衣机制造企业之一。

2010-2012年杭州实业家电制造板块在金鱼集团积极拓展网络销售渠道带动下，销售收入快速增长，三年复合增长25.92%，2012年达46.86亿元。从毛利率来看，近三年杭州实业毛利率水平逐年小幅下降，2012年以来，在国内家电行业刺激政策退出、房地产销量低迷、海外经济不景气的影响下，杭州实业家电制造板块2012年毛利率较2011年下降2.13个百分点，为10.47%。

原材料采购

杭州实业家电制造业制造成本主要包括含锌钢板、不锈钢、铜、树脂材料等材料成本以及电路板、电机、离合器等部件成本，其中材料成本占家电生产总成本的25%左右，部件成本占家电生产总成本的35%左右。目前，金鱼集团家电制造主要材料和部件大多通过外部采购，同时逐步进行产业延伸，通过金鱼集团自身设立控股子公司进行一部分内部配套。杭州实业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2个月左右。

生产与销售

在洗衣机生产方面，金鱼集团主要是通过采购零部件，进行组装后对外销售洗衣机整机。

产能方面，2010年和2011年杭州实业家电业产品产能分别为421.85万台和454.15万台，综合产能利用率分别为81.18%和82.59%。2012年，金鱼集团共完成6个新增产能技术改造项目的的项目，包括年新增30万台洗衣机技术改造项目、年新增5万台全自动洗衣机技术改造项目、年新增5万台节能环保型家用冰箱技术改造项目等，项目总投资6460万元。

销售方面，金鱼集团及其联营公司杭州松下洗衣机产品客户遍布全国（杭州松下生产的“松下”洗衣机产品一部分通过金鱼集团控股子公司杭州金鱼电器营销有限公司），国内著名的家电连锁超市均将“松下”牌洗衣机作为主力推介商品。从销售区域来看，杭州实业根据市场的需求，对于金鱼集团及其联营公司杭州松下所拥有的“松下”国际品牌和“金鱼”、“金松”两个自主品牌进行了分类，杭州松下生产的“松下”牌洗衣机有25%以上外销，其余75%左右的“松下”品牌和“金松”品牌产品针对省会、直辖市、地级市等一、二级市场销售，“金鱼”品牌产品主要针对县、乡镇等三、四级市场销售。2012年以来，杭州实业“金鱼”品牌全部改为“金松”品牌。金鱼集团销售的“松下”洗衣机整机出口至日本、香港等地，零部件出口东南亚等地区。杭州实业与家电行业客户主要通过支票、承兑汇票等方式进行结算，主要客户账期约为1个月左右。

研发方面，金鱼集团与浙江大学产品创新设计工程中心合作全面推进实施两大产品项目：智能空气护理系统和智能集成厨房系统。

总体看，杭州实业控股子公司金鱼集团及其联营企业杭州松下生产产品为洗衣机行业内高端

产品，近年来，在杭州实业洗衣机产品依托其较高的研发水平和较强的销售网络，家电制造板块竞争力稳步提升，收入规模快速增长。但由于2012年以来宏观经济不景气，家电行业竞争的加剧，以及中日关系恶化升级等引起杭州实业该板块盈利能力出现小幅下滑。

土地一级开发及房地产板块

杭州实业除了橡胶轮胎业务、家电制造业务外，还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及位于下属搬迁企业原址的房地产开发项目。

杭州实业承担的搬迁企业土地一级开发主要由其子公司杭州市工业企业投资发展有限公司（以下简称“工投发展”）负责运营。具体开发模式为：由杭州实业负责开发的土地转让后，杭州市政府将土地出让金的45%部分扣除相关税费后全额返还给杭州实业，用于按搬迁企业资产评估价值向企业支付搬迁补偿与土地整理支出，低于45%的结余部分归属杭州实业，高于45%的部分原则支付45%给搬迁企业。

工投发展进行企业搬迁后土地开发的支出计入其他应收款，待开发整理地块公开招拍挂后，收到政府返还的土地补偿费（土地出让金的45%）冲减其他应收款，并将上述冲减后的结余计入专项应付款，对搬迁企业的工业出让用地，在扣除实际使用年限后，返还折余年限土地出让金，其所开发整理的土地本身价值不计入杭州实业的资产负债表。杭州实业承担的土地一级开发过程中，土地一级开发的成本和收入均不列为其的成本和收入，但杭州实业可在每年年底对当年已完成转让的土地，按不高于其一级开发费用的10%提取做地管理费收入，并计入营业收入。2010-2012年，杭州实业做地服务收入分别为5553.69万元、5.40万元和1853.03万元。

截至2012年底，杭州实业在土地一级开发累计投入资金余额约20亿元，其中2012年完成了新天地项目共77亩土地的出让工作。截至2012年底，杭州实业的土地储备余额为639.15亩，且上述土地地理位置较好，预计未来增长潜力较大。2013年下半年已完成蓝孔雀地块八宗和佑昌照明地块一宗共计296.85亩净地出让，杭加地块有65.7亩土地已具备出让条件。

杭州实业下属杭州新天地集团有限公司承担杭州实业房地产投资项目建设，目前仅限于其下属子公司搬迁后的房地产投资项目建设，项目土地（计入存货的开发成本明细科目）均通过公开招拍挂程序取得，与杭州实业所承担的一级土地开发所涉地块无直接关系，截至2012年底杭州实业房地产业务尚未实现营业收入。

未来发展

未来三年，轮胎业务板块杭州实业将搬迁扩建，进一步扩大在橡胶行业的生产规模，优化橡胶轮胎产品结构；家电制造板块杭州实业将继续完成12万吨彩钢板技术改造项目；杭州实业将进一步建设杭州新天地综合体项目。

截至2012年底，轮胎板块主要经营主体中策橡胶在下沙生产基地除办公楼外的土建工程已全部结束，大部分产品产能都已完成转移和搬迁。除下沙基地外，利用搬迁契机，中策橡胶目前在建和拟建项目见表8，其中杭州实业目前推进新安江、新登工业新区及江苏金坛等多个新工厂建设，其中新安江区块预计投资35亿元，拟建成年产全钢子午胎540万条的生产规模；新登工业新区项目预计投资30亿元，将形成年产240万条全钢载重子午胎生产规模（其中60万条为搬迁转移产能，其余为增产能力）；江苏金坛区块拟投资80亿元，其中一期投资约24亿元，将建成年产混炼胶15万吨、炭黑10万吨、高性能子午线轮胎1000万条的生产规模。目前上述大部分项目土地款已支付，后续仍将面临一定投资建设压力。

表20 中策橡胶目前在建及拟建项目情况 (单位: 亿元)

项目名称	计划投资总额
中策新安江项目	35
新登工业新区	30
金坛项目	24
泰国轮胎项目	15
安吉项目	39.55
合计	143.55

资料来源: 公开信息

家电制造板块目前正在进行的是12万吨彩钢板技术改造项目, 计划总投资4500万元, 截至2012年末已完成投资3800万元。

目前杭州实业主要建设项目为创新创业新天地, 该项目定位于杭州市级商贸商业中心、新型都市工业示范区, 集文化创意产业、总部商务、商业休闲、观光旅游四大功能为一体, 为国内首个以工业遗存为主题开发的城市综合体项目。整个项目将在完成基础设施建设的基础上分18个地块开发, 分工业遗存、酒店式公寓、写字楼、星级酒店、科技研发中心、都市工业示范区与休闲娱乐中心等多个组团进行建设, 总建筑面积150万平方米, 其中南区块规划建筑面积74万余平方米, 为新天地项目的核心区。该项目计划总投资93.67亿元, 截至2013年3月底, 杭州实业已累计投入39.29亿元, 2013~2015年, 杭州实业对该项目计划投资分别为12.84亿元、30.87亿元和10.67亿元。

总体看, 杭州实业未来发展计划涉及投资项目较多, 资本支出大, 以目前杭州实业经营获得的现金净流入无法覆盖上述投资需求, 对外融资压力较大。

(5) 财务分析

天健会计师事务所(特殊合伙人)对杭州实业2010~2012年有关财务报表进行了审计, 均出具了标准无保留的审计意见。

2010年, 杭州实业合并报表范围共有20家子公司。2011年, 杭州实业合并范围无变化。2012年, 杭州实业先后将杭州毛源昌眼镜有限公司75%的股权和杭州庆丰农化有限公司58.26%的股权转出, 分别于2012年3月1日起和2012年10月1日起不再纳入杭州实业合并范围。考虑到杭州实业规模较大, 且转出时间较晚, 杭州实业合并范围的变化对杭州实业合并报表影响较小。杭州实业财务可比性较强。

截至2012年底, 杭州实业资产总额396.93亿元, 所有者权益117.27亿元; 2012年实现营业收入334.19亿元, 利润总额19.85亿元。

资产质量

截至2012年底, 杭州实业(合并)资产总额396.93亿元, 其中流动资产占比63.43%, 同比减小0.80个百分点。

流动资产

2010~2012年, 杭州实业流动资产增长较快, 年均复合增长率达到22.68%。截至2012年底, 杭州实业流动资产合计251.75亿元, 其中占比较高的为货币资金、应收票据、应收账款、存货、其他应收款等。

2010~2012年, 在筹资活动产生的现金流量金额大幅增长的带动下, 杭州实业货币资金波动增长, 年均复合增长率25.55%。截至2012年底, 杭州实业货币资金为45.87亿元, 其中, 以银行存款为主(占91.93%)。杭州实业可支配货币资金占比较高, 资金充裕。

随着杭州实业收入规模的扩大, 杭州实业增加应收票据的比重。2010~2012年, 杭州实业应收

票据快速增长，年复合增长率为99.96%。截至2012年底，杭州实业应收票据为25.53亿元，全部为银行承兑汇票。

2010~2012年，杭州实业应收账款快速增长，年复合增长率为24.41%。截至2012年底，杭州实业应收账款为24.49亿元。从账龄上看，1年以内占95.87%，1~5年占3.07%，5年以上占1.06%。杭州实业计提坏账比例为4.22%，计提较为充分。

2010~2012年，杭州实业其他应收款持续增长，年复合增长率为18.09%。截至2011年底，杭州实业其他应收款为40.23亿元，同比增长25.68%，主要为子杭州实业杭州市工业企业发展投资有限公司承担杭州实业子公司搬迁后土地一级整理的投入款。2012年底，杭州实业其他应收款增至44.65亿元，较2011年底增长10.99%。

2010~2012年，杭州实业存货持续增长，年复合增长率为12.20%；2012年，杭州实业存货为90.15亿元，主要由原材料（占15.53%）、库存商品（占27.67%）和开发成本（占54.47%），其中杭州实业开发成本主要为杭州实业下属子公司搬迁后的房地产投资项目，包括杭州新天地综合体项目、城东新城宅地项目和千岛湖项目等。

非流动资产

2010~2012年，主要受固定资产及在建工程增速较快的影响，杭州实业非流动资产规模快速增长，截至2012年底合计145.17亿元，主要以长期股权投资（占19.76%）、固定资产（占49.55%）、在建工程（占14.06%）和无形资产（占4.77%）等构成。

2010~2012年，杭州实业长期股权投资快速增长，年复合增长率为26.57%。截至2012年底，杭州实业长期股权投资为26.68亿元，主要为对杭州松下家用电器有限公司（4.49亿元）、浙江杭叉工程机械集团股份有限公司（4.10亿元）、杭州锅炉集团股份有限公司（3.66亿元）和杭州欣盛房地产开发有限公司（2.72亿元）等公司的股权投资。

2010~2012年，杭州实业固定资产稳定增长，年复合增长率为13.25%。截至2012年底，杭州实业固定资产为71.93亿元，主要由房屋建筑物（占31.79%）和专用设备（占57.67%）等构成。2012年底，杭州实业固定资产成新率为61.16%。

2010~2012年，杭州实业在建工程波动增长，年复合增长率为40.47%。截至2012年底，杭州实业在建工程为20.41亿元，同比增长123.55%，主要由于杭州实业加大了对中策厂房工程的投资，2012年底其增至17.14亿元。

2010~2012年，杭州实业无形资产波动增长，年复合增长率为8.78%。截至2012年底，杭州实业无形资产合计6.93亿元，主要为土地使用权（占98.27%）。

总体看，近年来杭州实业资产规模增速较快，存货与其他应收款占比较大，资产流动性一般，质量较好。

负债及所有者权益

在未分配利润增加的带动下，2010~2012年，杭州实业所有者权益快速增加，年复合增长率为25.44%。截至2012年底，杭州实业所有者权益合计117.27亿元，其中实收资本10.00亿元（杭州实业注册资本30亿元，目前实缴资本为人民币10亿元，其余20亿元将在2013年前缴足）占8.53%，资本公积占18.52%，盈余公积占1.99%，未分配利润占39.24%，外币报表折算差额占0.01%，少数股东权益占31.71%。所有者权益中未分配利润占比较大，稳定性一般。

2010~2012年杭州实业负债持续增长，年复合增长率为20.25%；截至2012年底，杭州实业负债总额为279.66亿元，其中流动负债占64.88%，非流动负债占35.12%。

2010~2012年，杭州实业流动负债快速增长，年复合增长率为27.28%；截至2012年底，杭州

实业流动负债为181.45亿元，主要由短期借款（占33.00%）、应付账款（占21.22%）、其他应付款（占14.13%）、一年内到期的非流动负债（占9.14%）和其他流动负债（占13.82%）等构成。

2010~2012年，杭州实业短期借款持续增加，年复合增长率为13.13%，2012年底杭州实业短期借款为59.88亿元，主要由信用借款（64.76%）和保证借款（24.03%）构成。

2010~2012年，杭州实业应付账款持续增长，年复合增长率为15.61%；截至2012年底，杭州实业应付账款为38.50亿元，主要为对松下电器（中国）有限公司杭州分公司海口、浙江正大橡胶有限公司和海口臻旺贸易有限公司等的原材料支付款。

2010~2012年，杭州实业其他应付款快速增长，年复合增长率为29.56%。截至2012年底，杭州实业其他应付款为25.64亿元，主要由预提销售返利、预提运费以及与瑞安市东山街道下埠村经济合作社的往来款等构成。

截至2012年底，杭州实业其他流动负债为25.07亿元，同比增加24.81亿元，主要为杭州实业于2012年11月29日发行的“12杭工投CP001”12亿元以及其他有息短期融资产品。

2010~2012年，杭州实业非流动负债波动上升，年复合增长率为9.84%。截至2012年底，杭州实业非流动负债为98.21亿元，主要由长期借款（占16.04%）、应付债券（29.33%）、专项应付款（占28.96%）以及其他非流动负债（20.14%）构成。

2010~2012年，杭州实业长期借款快速下降，年均降幅为37.56%。截至2012年底，杭州实业长期借款为15.75亿元，主要由抵押借款（占44.70%）、保证借款（占42.60%）和信用借款（占12.70%）构成。

截至2011年底，杭州实业新增应付债券20.66亿元，主要为旗下子公司海潮贸易公司发行债券（发行额度为9亿元，期限3年）以及杭州实业发行的企业债券（“11杭工投债”，12亿元，期限6年）。截至2012年底，杭州实业应付债券增至28.81亿元，主要由于杭州实业于2013年4月发行中期票据“13杭工投MTN1”，发行额度为8亿元，期限为3年。

2010~2012年，杭州实业专项应付款波动下降，年均降幅为5.71%，主要为杭州实业下属企业收到当地财政的搬迁补偿金以及收到返还的土地开发补偿费。截至2012年底，杭州实业专项应付款合计28.18亿元，主要为搬迁补偿款（20.19%）、新天地城市基础设施项目（占31.58%）和迪美化纤政府土地储备项目（占34.63%）的土地开发补偿费¹等构成。

2010~2012年，杭州实业其他非流动负债快速上升，年复合增长率为135.07%，主要为搬迁补偿中的递延收益。截至2012年底，杭州实业其他流动负债为19.78亿元，递延收益占93.43%，递延收益主要为资产购置补偿，将逐期转入营业外收入。

有息债务方面，在短期债务增长的推动下，2010~2012年杭州实业全部债务持续上升，年复合增长率为22.59%，2012年底杭州实业全部债务为148.39亿元，以短期债务为主，其中短期债务占69.97%，长期债务占30.03%。考虑到目前杭州实业资本支出较多，债务结构有待优化。

债务指标方面，2010~2012年，杭州实业资产负债率、长期债务资本化率和全部债务资本化率平均值分别为71.28%、30.58%和56.14%，2012年底上述三项指标分别为70.46%、27.53%和55.86%。

总体看，杭州实业负债规模有所增长，债务负担较重，债务结构有待优化。

盈利能力

杭州实业营业收入主要由轮胎等橡胶制品销售收入和家电销售收入构成。2010~2012年杭州实业营业收入持续上升，年复合增长率为16.72%。2012年，杭州实业实现营业收入334.19亿元，

¹ 新天地城市基础设施项目、新天地政府土地储备项目、迪美化纤政府土地储备项目系根据相关协议，本公司作为土地开发整理单位，负责筹措地块的相关土地开发整理资金；待地块出让后，土地开发整理成本在土地储备中心返还的土地开发补偿费中支出。

其中子公司橡胶集团实现收入 254.68 亿元，金鱼集团实现收入 46.86 亿元。

近年来，杭州实业营业成本相应增长，年复合增长率为 15.61%，2012 年杭州实业生产成本得到较好控制，为 289.84 亿元。由于杭州实业营业成本增速小于营业收入增速，2010~2012 年杭州实业营业利润率呈上升趋势，三年平均值为 11.63%，2012 年为 12.53%。

2010~2012 年，杭州实业期间费用持续增长，年复合增长率为 23.78%，快于营业收入增速。2012 年，杭州实业期间费用合计 29.35 亿元，主要为销售费用，在期间费用中占比为 55.53%。期间费用对杭州实业利润侵蚀作用显著，杭州实业控制能力有待提高。

由于杭州实业为杭州市工业企业投资平台，长期股权投资多为对联营及合营企业的投资，以权益法核算（2012 年占全部股权投资的 84.34%），近三年杭州实业投资的联营企业经营状况良好，故杭州实业投资收益规模较大；未来杭州实业投资收益持续性取决于其所投资联营和企业经营状况。2010~2012 年，杭州实业投资收益波动下降，年均降幅为 4.35%，主要由长期股权投资收益构成。2011 年，杭州实业实现投资收益 9.46 亿元，同比增长 54.58%，主要由于子公司杭州新天地集团有限公司转让杭州新天地项目 C 地块项目公司杭州万泽实业发展有限公司全部股权所致。2012 年，杭州实业实现投资收益 5.60 亿元。

受上述因素影响，2010~2012 年，杭州实业营业利润分别为 14.64 亿元、17.69 亿元和 17.42 亿元。

2010~2012 年，杭州实业营业外收入快速上升，年复合增长率为 99.34%。2012 年，杭州实业营业外收入为 6.89 亿元，主要为搬迁补偿款（占 70.54%）和政府补助（16.98%）。杭州实业营业外收入具有良好的可持续性。

2010~2012 年，杭州实业利润总额分别为 15.91 亿元、20.19 亿元及 19.85 亿元。

从盈利指标上看，杭州实业总资产收益率波动下降，三年平均值为 8.56%，2012 年为 7.76%；净资产收益率持续下滑，三年平均值为 15.88%，2012 年为 13.73%，杭州实业盈利能力有所下滑。

总体上看，杭州实业收入规模持续扩大，成本控制能力较强，盈利能力一般；杭州实业期间费用控制能力对进一步提升盈利能力形成明显制约，投资收益和营业外收入对杭州实业利润贡献较大。

现金流

从经营活动看，杭州实业经营性现金流入稳定增长，2012 年为 373.74 亿元，主要由销售商品、提供劳务收到的现金（占 96.72%）构成。杭州实业经营活动现金流出相应呈增长趋势，2012 年为 353.88 亿元，相应主要为购买商品、接受劳务支付的现金（占 84.81%）构成。2010~2012 年，杭州实业经营活动净现金流分别为 -3.55 亿元、-20.83 亿元和 19.86 亿元。从收入质量上看，2010~2012 年杭州实业现金收入比分别为 108.97%、103.38% 和 108.16%。杭州实业收入质量一般。

从投资活动看，2010~2012 年杭州实业投资性现金流入分别为 21.07 亿元、90.54 亿元和 28.34 亿元，其中 2011 年较多主要由于杭州实业长期股权投资频繁变动导致杭州实业收回投资收到的现金增至 55.46 亿元。杭州实业投资性现金流出主要用于购建固定资产，2010~2012 年杭州实业投资性现金流出分别为 28.87 亿元、105.57 亿元和 50.16 亿元，由于长期股权投资的变动杭州实业投资支付的现金增至 51.30 亿元。2010~2012 年，杭州实业投资活动现金净流出分别为 7.80 亿元、15.03 亿元和 21.82 亿元。

从筹资活动看，杭州实业主要筹资方式为银行借款，2012 年杭州实业筹资活动现金流入量为 190.63 亿元，取得借款收到的现金占 73.84%。杭州实业筹资性现金流出相应主要用于偿还债务，2012 年为 169.02 亿元，其中偿还债务支付的现金占 84.88%。2010~2012 年，杭州实业筹资活动

现金流净额分别为 17.70 亿元、32.01 亿元和 21.62 亿元。

总体看，杭州实业经营活动现金流波动大，投资活动资金缺口主要依赖筹资活动。杭州实业收入实现质量有待提高。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年杭州实业流动比率与速动比率均呈增长趋势，三年平均值分别为144.51%和88.86%，2012年分别为138.74%和89.06%，短期偿债能力一般。杭州实业经营活动波动大，2012年杭州实业经营现金流动负债比为10.95%，覆盖能力较弱。截至2012年底，杭州实业现金类资产为72.11亿元，为短期债务的0.69倍，短期债务规模大，有一定支付压力。

从长期偿债能力指标看，2010~2012年，EBITDA持续增长，年复合增长率为15.13%，2012年为34.10亿元。近三年随着杭州实业债务规模的扩大，杭州实业对利息支出和全部债务的保护能力逐步减小，2012年杭州实业EBITDA利息倍数与全部债务/EBITDA分别为4.74倍与4.35倍。总体看，杭州实业长期偿债能力较强。

对外担保方面，截至 2012 年底，杭州实业对外担保共计 11.79 亿元，担保比率为 10.05%，担保金额较大。杭州实业存在一定或有风险。

表21 截至2012年底杭州实业对外担保明细 (单位: 万元)

被担保公司名称	担保额度	担保到期日
杭州外海商厦有限公司	200.00	2013.04.26
杭州汽轮动力集团有限公司	9,600.00	--
杭州胡庆余堂投资有限公司	17,660.00	债务纠纷正在审理
甘肃省信托有限责任公司	77,443.00	2014.1.17
杭州庆丰农化有限公司	13,000.00	2015.3.25
合计	117,903.00	--

资料来源：杭州实业审计报告

杭州实业与银行保持较好的合作关系，截至 2013 年 9 月底，杭州实业所获得银行授信总额共计 201.23 亿元，尚未使用授信额度 96.65 亿元，杭州实业间接融资渠道畅通。

(6) 债权保护效果

从本期债券的担保能力看，以 2013 年底财务数据测算，本期债券担保额占杭州实业资产总额及所有者权益的比重分别为 1.26%和 4.23%，占比很低，其担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的积极作用。

总体看，杭州实业作为杭州市国有资产运营中的重要运营实体，地位突出；同时杭州实业在土地一级开发项目中享受土地出让金返还政策，并获得较多的政府支持，杭州实业下属工业企业资产质量好，行业地位突出，整体竞争实力强。本期债券发行规模占杭州实业各类资产的比重较低，其担保对于本期债券的到期还本付息具有显著的保护作用。

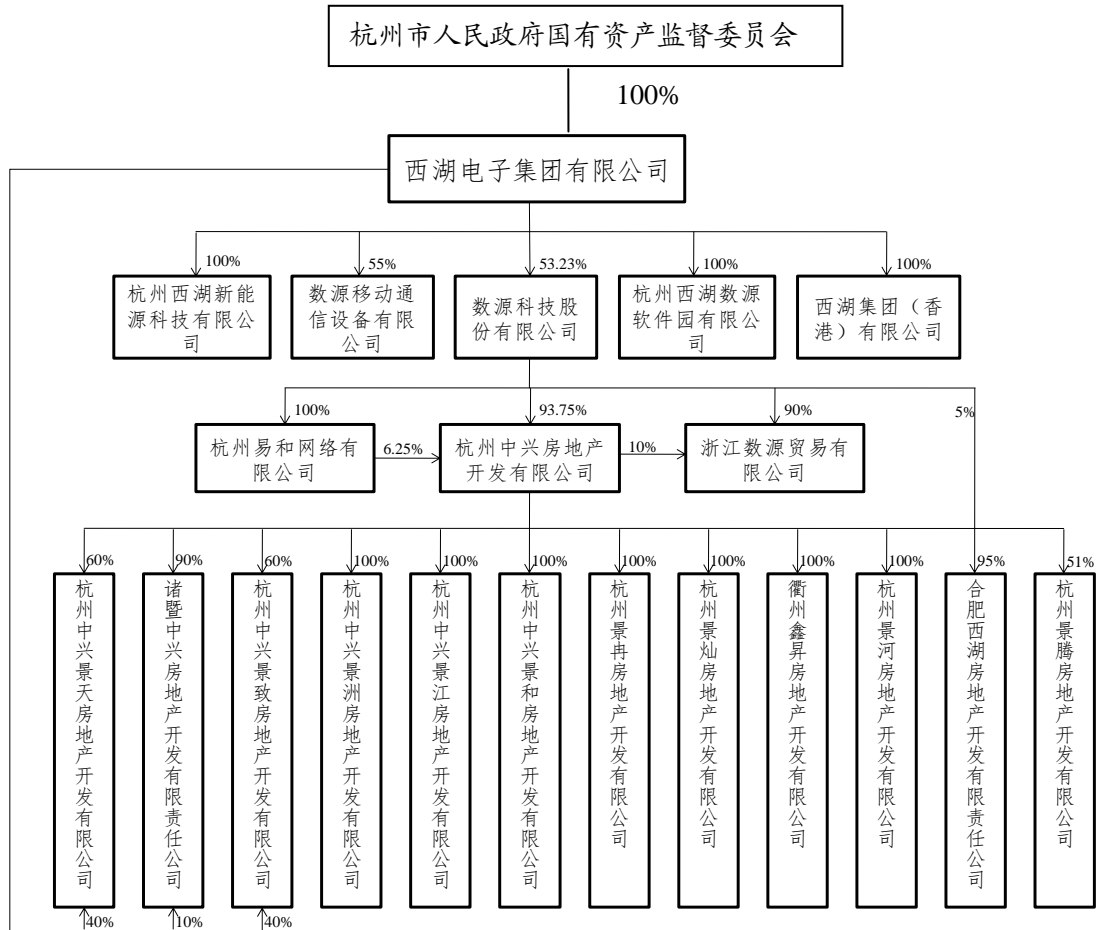
十一、综合评价

公司作为杭州市大型国有企业，制造业板块在浙江省内经营规模较大，技术实力雄厚，供销网络健全，竞争能力突出；房地产开发资质级别高，保障房建设经营丰富。近年来，公司经营规模逐渐扩大，营业收入稳步增长；资产流动性一般，债务负担水平尚可，整体偿债能力尚可。未来，在国家大力发展新能源汽车产业及杭州市作为国家新能源汽车的“双试点”城市的背景下，公司新能源产业板块业务将持续开展，联合评级对公司评级展望为稳定。

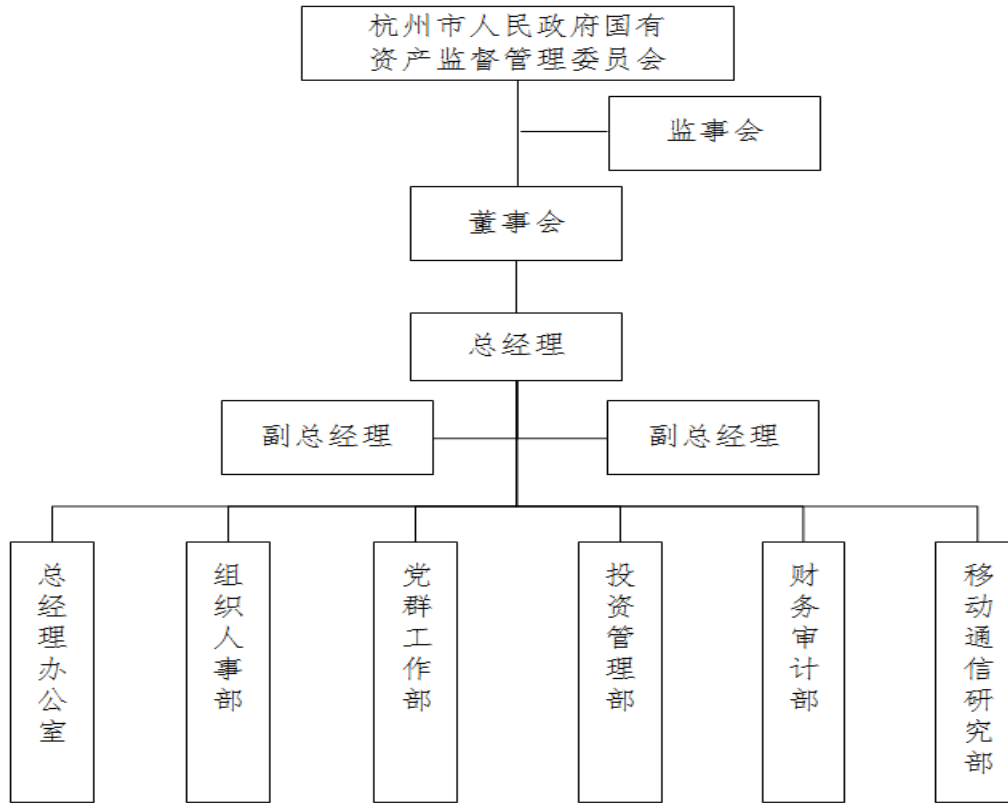
本期债券由杭州市实业投资集团有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，对本

期债券信用水平具有显著提升作用。联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险低。

附件 1-1 西湖电子集团有限公司股权结构



附件 1-2 西湖电子集团有限公司组织结构图



附件 2-1 西湖电子集团有限公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	85636.55	77459.54	117381.65	17.08
交易性金融资产	3894.35			
应收票据	2592.59	8706.48	7712.56	72.48
应收账款	11638.09	16333.40	20377.72	32.32
预付款项	1716.59	12784.16	3119.12	34.80
应收利息			58.77	
应收股利				
其他应收款	9056.41	26284.07	5443.32	-22.47
存货	193862.22	230022.14	319556.61	28.39
一年内到期的非流动资产				
其他流动资产				
流动资产合计	308396.80	371589.80	473649.74	23.93
非流动资产：				
可供出售金融资产	4542.95	3714.96	7849.41	31.45
持有至到期投资				
长期应收款	8500.00	8500.00	8500.00	
长期股权投资	24226.30	27847.35	27601.30	6.74
投资性房地产	36370.48	28199.67	27432.56	-13.15
固定资产	8320.87	7757.38	6348.07	-12.66
在建工程				
工程物资				
固定资产清理				
生产性生物资产				
油气资产				
无形资产	2010.85	1720.76	1272.45	-20.45
开发支出				
商誉				
合并价差				
长期待摊费用	27.71	14.93	36.45	14.70
递延所得税资产	4465.69	4298.90	3516.56	-11.26
其他非流动资产	5561.91	5561.91	5561.91	
非流动资产合计	94026.75	87615.87	88118.71	-3.19
资产总计	402423.55	459205.67	561768.46	18.15

附件 3-2 西湖电子集团有限公司
合并资产负债表（负债及所有者权益）
(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	62130.09	62477.38	62419.72	0.23
交易性金融负债				
应付票据	9923.80	12732.19	16731.22	29.84
应付账款	39825.89	34847.64	31605.46	-10.92
预收款项	80994.05	133810.36	139620.66	31.30
应付职工薪酬	2133.29	2625.55	2974.89	18.09
应交税费	2027.28	-7702.57	-6994.32	
应付利息	203.49	197.20	391.20	38.65
应付股利				
其他应付款	4081.79	11639.27	26484.59	154.72
预计负债				
一年内到期的非流动负债		48200.00	18500.00	
其他流动负债	98.49	104.92	45.43	-32.09
流动负债合计	201418.16	298931.94	291778.84	20.36
非流动负债：				
长期借款	82700.00	23500.00	114800.00	17.82
应付债券				
长期应付款				
专项应付款	315.30	314.14	320.66	0.85
预计负债				
递延收益				
递延所得税负债	4057.16	7781.63	7894.09	39.49
其他非流动负债	50.00		1000.00	347.21
非流动负债合计	87122.46	31595.77	124014.75	19.31
负债合计	288540.63	330527.71	415793.58	20.04
所有者权益：				
实收资本(或股本)	26600.00	26600.00	26600.00	
资本公积	43526.28	43863.83	44727.21	1.37
减：库存股				
盈余公积	1797.03	2787.81	3065.26	30.60
未分配利润	11124.30	24931.93	28385.07	59.74
外币报表折算差额	-305.46	-587.53	-662.32	47.25
归属于母公司权益合计	82742.15	97596.04	102115.22	11.09
少数股东权益	31140.77	31081.93	43859.65	18.68
所有者权益合计	113882.92	128677.96	145974.87	13.22
负债和所有者权益总计	402423.55	459205.67	561768.46	18.15

附件 4 西湖电子集团有限公司合并利润及利润分配表

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、营业收入	164245.17	179891.13	195432.49	9.08
减：营业成本	131174.92	140444.38	169100.87	13.54
营业税金及附加	5619.35	2687.80	3045.47	-26.38
销售费用	3369.78	3157.33	3039.24	-5.03
管理费用	8621.03	9111.56	11320.35	14.59
财务费用	3390.16	3442.25	2974.62	-6.33
资产减值损失	2269.55	4154.35	-79.66	
加：公允价值变动收益	-818.24	1605.65		
投资收益	469.81	2054.92	1699.47	90.19
汇兑收益				
二、营业利润	9451.95	20554.02	7731.06	-9.56
加：营业外收入	1275.95	1302.62	2092.41	28.06
减：营业外支出	202.76	206.93	217.98	3.68
三、利润总额	10525.14	21649.71	9605.50	-4.47
减：所得税费用	2586.27	4373.47	2768.45	3.46
四、净利润	7938.87	17276.24	6837.05	-7.20
其中：归属于母公司的净利润	6472.65	15119.64	5143.49	-10.86
少数股东损益	1466.22	2156.60	1693.56	7.47

附件 5-1 西湖电子集团有限公司合并现金流量表

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	201963.43	204951.99	239344.80	8.86
收到的税费返还	387.16	523.54	924.60	54.54
收到其他与经营活动有关的现金	30860.13	61333.32	57209.84	36.16
经营活动现金流入小计	233210.72	266808.85	297479.24	12.94
购买商品、接受劳务支付的现金	203469.32	179383.00	251667.36	11.22
支付给职工以及为职工支付的现金	7693.02	8542.73	10739.96	18.16
支付的各项税费	7150.59	14758.96	6467.75	-4.89
支付其他与经营活动有关的现金	37067.82	56015.95	60593.45	27.85
经营活动现金流出小计	255380.75	258700.64	329468.52	13.58
经营活动产生的现金流量净额	-22170.04	8108.21	-31989.29	20.12
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金		4001.39		
取得投资收益收到的现金	342.36	25.97	43.13	-64.51
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	1307.59	45.01	2.27	-95.84
处置子公司及其他单位收到的现金净额			5440.53	
收到其他与投资活动有关的现金			3154.76	
投资活动现金流入小计	1649.96	4072.38	8640.70	128.84
购建固定资产、无形资产等支付的现金	994.95	536.80	253.46	-49.53
投资支付的现金	360.00	2413.85	1805.42	123.94
取得子公司等支付的现金净额				
支付其他与投资活动有关的现金				
投资活动现金流出小计	1354.95	2950.65	2058.89	23.27
投资活动产生的现金流量净额	295.01	1121.73	6581.81	372.34
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金			9800.00	
取得借款收到的现金	151569.96	104780.00	187114.00	11.11
发行债券收到的现金				
收到其他与筹资活动有关的现金	16952.12	17724.87	32354.22	38.15
筹资活动现金流入小计	168522.08	122504.87	229268.22	16.64
偿还债务支付的现金	104899.96	110450.00	130885.00	11.70
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7193.17	11275.59	8740.93	10.23
支付其他与筹资活动有关的现金	22521.84	18400.59	29951.43	15.32
筹资活动现金流出小计	134614.97	140126.18	169577.36	12.24
筹资活动产生的现金流量净额	33907.12	-17621.31	59690.86	32.68
四、汇率变动对现金的影响	160.99	-45.65	80.38	-29.34
五、现金及现金等价物净增加额	12193.08	-8437.03	34363.77	67.88
加：期初现金及现金等价物余额	68703.87	80896.95	72459.91	2.70
六、期末现金及现金等价物余额	80896.95	72459.91	106823.68	14.91

附件 5-2 西湖电子集团有限公司合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2011 年	2012 年	2013 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	7938.87	17276.24	6837.05	-7.20
加：资产减值准备	2269.55	4154.35	-79.66	
固定资产折旧及其他	2212.82	2280.50	1946.38	-6.21
无形资产摊销	661.35	125.21	184.84	-47.13
长期待摊费用摊销	72.61	28.04	2.25	-82.39
处置固定资产、无形资产等损失	-50.52	1.58	-42.35	-8.44
固定资产报废损失				
公允价值变动损失	818.24	-1605.65	0.00	-100.00
财务费用	3194.44	4697.33	2215.90	-16.71
投资损失	-469.81	-2054.92	-1699.47	90.19
递延所得税资产减少	-1231.33	166.78	756.13	
递延所得税负债增加	-97.93	3724.47	112.46	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-34740.22	-36159.93	-87720.32	58.90
经营性应收项目的减少	-4268.81	-32023.74	25099.08	
经营性应付项目的增加	1520.71	47497.92	20558.62	267.68
其他			-160.19	
经营活动产生的现金流量净额	-22170.04	8108.21	-31989.29	20.12
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	80896.95	72459.91	106823.68	14.91
减：现金的期初余额	68703.87	80896.95	72459.91	2.70
加：现金等价物的期末余额				
减：现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	12193.08	-8437.03	34363.77	67.88

附件 6 西湖电子集团有限公司 主要财务指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
经营效率			
应收账款周转次数(次)	12.40	9.16	7.36
存货周转次数(次)	0.75	0.66	0.62
总资产周转次数(次)	0.43	0.42	0.38
现金收入比率(%)	122.96	113.93	122.47
盈利能力			
总资本收益率(%)	4.52	7.91	2.93
总资产报酬率(%)	3.86	6.08	2.60
净资产收益率(%)	6.97	13.43	4.68
主营业务毛利率(%)	18.81	13.92	12.10
营业利润率(%)	16.71	20.43	11.92
费用收入比(%)	9.36	8.73	8.87
财务构成			
资产负债率(%)	71.70	71.98	74.02
全部债务资本化比率(%)	57.61	53.31	59.27
长期债务资本化比率(%)	42.07	15.44	44.02
偿债能力			
EBITDA 利息倍数(倍)	2.93	3.34	1.76
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.19	0.07
经营现金债务保护倍数(倍)	-0.14	0.06	-0.15
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.14	0.06	-0.12
流动比率(倍)	1.53	1.24	1.62
速动比率(倍)	0.57	0.47	0.53
现金短期债务比(倍)	1.28	0.70	1.28
经营现金流动负债比率(%)	-11.01	2.71	-10.96
经营现金利息偿还能力(倍)	-3.68	0.95	-3.66
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.63	1.08	2.91
本期公司债券偿债能力			
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.35	0.57	0.31

附件 7-1 杭州市实业投资集团有限公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动资产：				
货币资金	291040.96	265383.63	458740.61	25.55
交易性金融资产	1820.98	1450.76	7072.05	97.07
应收票据	63858.37	272435.83	255327.33	99.96
应收账款	158253.41	197347.80	244935.57	24.41
预付款项	119904.84	152521.63	145977.03	10.34
应收利息	323.48	1194.83	3919.96	248.11
应收股利	1265.17	1850.02	1951.20	24.19
其他应收款	320139.68	402298.13	446464.93	18.09
存货	716115.99	856357.98	901544.94	12.20
一年内到期的非流动资产	11.06	1.20	344.46	458.05
其他流动资产	127.26	85.27	51258.26	1906.98
流动资产合计	1672861.21	2150927.09	2517536.35	22.68
非流动资产：				
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	
持有至到期投资	7066.00	1066.00	66.00	-90.34
长期应收款	0.00	0.00	0.00	
长期股权投资	177907.34	243048.78	286816.15	26.97
投资性房地产	37639.24	62423.54	54060.86	19.85
固定资产	560862.79	673690.97	719323.23	13.25
在建工程	103466.31	91294.02	204143.78	40.47
工程物资	34.85	34.85	739.80	360.74
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	
油气资产	0.00	0.00	0.00	
无形资产	58551.53	54846.60	69287.03	8.78
开发支出	0.00	0.00	0.00	
商誉	3619.57	3562.05	2873.05	-10.91
合并价差	0.00	0.00	0.00	
长期待摊费用	1593.35	1431.72	2387.33	22.41
递延所得税资产	24880.72	36015.51	53272.00	46.32
其他非流动资产	30752.88	30649.07	58753.29	38.22
非流动资产合计	1006374.59	1198063.11	1451722.52	20.11
资产总计	2679235.81	3348990.20	3969258.87	21.72

附件 7-2 杭州市实业投资集团有限公司
合并资产负债表（负债和所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
流动负债：				
短期借款	467813.28	540651.46	598766.77	13.13
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00	
应付票据	12541.55	7692.95	23049.88	35.57
应付账款	288083.71	349195.66	385040.92	15.61
预收款项	75395.37	77735.66	59630.66	-11.07
应付职工薪酬	22385.97	22779.33	22462.91	0.17
应交税费	-3363.32	26026.08	41316.73	
应付利息	718.95	7443.90	10902.78	289.42
应付股利	584.42	1056.50	441.98	-13.04
其他应付款	152741.54	200112.37	256373.34	29.56
一年内到期的非流动负债	62570.00	190068.00	165816.40	62.79
其他流动负债	40530.14	2646.96	250726.57	148.72
流动负债合计	1120001.62	1425408.87	1814528.94	27.28
非流动负债：				
长期借款	403893.00	246192.50	157476.10	-37.56
应付债券	0.00	206630.58	288069.61	
长期应付款	21567.29	13527.61	9438.18	-33.85
专项应付款	316914.15	379379.63	281770.44	-5.71
预计负债	34737.00	37719.49	46294.35	15.44
递延收益	0.00	0.00	0.00	
递延所得税负债	1016.37	2306.70	1221.04	9.61
其他非流动负债	35791.95	101878.31	197782.53	135.07
非流动负债合计	813919.77	987634.81	982052.25	9.84
负债合计	1933921.39	2413043.69	2796581.19	20.25
所有者权益：				
实收资本(或股本)	100000.00	100000.00	100000.00	0.00
资本公积	159564.98	175869.47	217205.34	16.67
减：库存股	0.00	0.00	0.00	
专项储备	0.00	0.00	0.00	
盈余公积	13922.70	17678.19	23281.51	29.31
未分配利润	228486.89	346097.81	460106.76	41.91
外币报表折算差额	0.00	0.00	231.21	
归属于母公司权益合计	501974.58	639645.47	800824.82	26.31
少数股东权益	243339.84	296301.04	371852.86	23.62
所有者权益合计	745314.41	935946.51	1172677.68	25.44
负债和所有者权益总计	2679235.81	3348990.20	3969258.87	21.72

附件 8 杭州市实业投资集团有限公司合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
一、营业收入	2453223.76	3147075.19	3341937.91	16.72
减：营业成本	2168722.92	2802526.91	2898409.31	15.61
营业税金及附加	10991.19	15115.33	24870.70	50.43
销售费用	105973.63	134157.00	163006.93	24.02
管理费用	61804.02	73113.26	89870.10	20.59
财务费用	23799.28	32726.49	40668.33	30.72
资产减值损失	-2976.23	6986.43	6820.47	
加：公允价值变动收益	365.48	-166.63	-48.10	
投资收益	61157.46	94632.54	55953.20	-4.35
其中：对合营企业投资收益	3906.06	31216.68	22187.23	138.33
汇兑收益	0.00	0.00	0.00	
二、营业利润	146431.89	176915.68	174197.17	9.07
加：营业外收入	17331.18	41173.20	68866.92	99.34
减：营业外支出	4703.97	16190.31	44529.58	207.67
其中：非流动资产处置损失	2194.12	11830.09	25139.59	238.49
三、利润总额	159059.11	201898.57	198534.51	11.72
减：所得税费用	23237.85	34288.23	37560.30	27.14
四、净利润	135821.26	167610.35	160974.21	8.87
其中：归属于母公司的净利润	86981.02	114130.22	103035.29	8.84
少数股东损益	48840.24	53480.13	57938.92	8.92

附件9 杭州市实业投资集团有限公司合并现金流量表

(单位：人民币万元)

项目	2010年	2011年	2012年	变动率(%)
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	2673398.82	3253586.90	3614731.93	16.28
收到的税费返还	12836.41	11573.60	3653.95	-46.65
收到其他与经营活动有关的现金	447276.62	114109.14	119045.46	-48.41
经营活动现金流入小计	3133511.85	3379269.64	3737431.33	9.21
购买商品、接受劳务支付的现金	2438066.31	3133754.35	3001363.90	10.95
支付给职工以及为职工支付的现金	141350.52	169368.31	196286.38	17.84
支付的各项税费	88984.39	97887.18	157895.16	33.21
支付其他与经营活动有关的现金	500597.36	186599.02	183249.52	-39.50
经营活动现金流出小计	3168998.58	3587608.85	3538794.95	5.67
经营活动产生的现金流量净额	-35486.74	-208339.21	198636.38	
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	61285.89	554601.25	36488.78	-22.84
取得投资收益收到的现金	42920.99	27562.11	33618.92	-11.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的	68676.15	14149.21	3540.63	-77.29
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	0.00	14435.36	
收到其他与投资活动有关的现金	37861.10	309119.22	195302.12	127.12
投资活动现金流入小计	210744.13	905431.79	283385.81	15.96
购建固定资产、无形资产等支付的现金	212109.46	199320.94	270258.10	12.88
投资支付的现金	26796.47	512984.50	49897.96	36.46
取得子公司等支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	
支付其他与投资活动有关的现金	49802.05	343380.66	181476.16	90.89
投资活动现金流出小计	288707.97	1055686.09	501632.22	31.81
投资活动产生的现金流量净额	-77963.85	-150254.30	-218246.42	67.31
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	7445.46	3867.65	28473.50	95.56
取得借款收到的现金	1030112.17	981759.39	1407688.06	16.90
发行债券收到的现金	0.00	205677.58	80000.00	
收到其他与筹资活动有关的现金	9087.37	160094.62	390185.52	555.26
筹资活动现金流入小计	1046645.00	1351399.25	1906347.08	34.96
偿还债务支付的现金	824151.89	908116.31	1434607.66	31.94
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	36456.73	53738.00	72806.11	41.32
支付其他与筹资活动有关的现金	9084.97	69439.00	182777.11	348.54
筹资活动现金流出小计	869693.59	1031293.31	1690190.88	39.41
筹资活动产生的现金流量净额	176951.41	320105.95	216156.20	10.52
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	117.21	109.92	498.77	106.29
五、现金及现金等价物净增加额	63618.03	-38377.64	197044.94	75.99
加：期初现金及现金等价物余额	219665.19	283283.22	244905.58	5.59
六、期末现金及现金等价物余额	283283.22	244905.58	441950.52	24.90

附件 10 杭州市实业投资集团有限公司合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量：				
净利润	135821.26	167610.35	160974.21	8.87
加：资产减值准备	-2976.23	6986.43	6820.47	
固定资产折旧及其他	72273.03	79755.06	94932.64	14.61
无形资产摊销	1452.57	1665.94	1949.77	15.86
长期待摊费用摊销	507.88	475.09	437.49	-7.19
处置固定资产、无形资产等损失	161.60	301.73	18575.14	972.14
固定资产报废损失	594.12	113.55	0.02	-99.46
公允价值变动损失	-365.48	166.63	48.10	
财务费用	24349.34	32726.49	41133.34	29.97
投资损失	-61157.46	-94632.54	-55953.20	-4.35
递延所得税资产减少	1688.61	-11134.79	-17312.15	
递延所得税负债增加	122.64	1290.32	-1085.66	
待摊费用减少	0.00	0.00	0.00	
预提费用增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-223759.21	-140209.31	-52103.80	-51.74
经营性应收项目的减少	-146415.39	-365776.76	-19972.16	-63.07
经营性应付项目的增加	165013.24	120353.15	45992.11	-47.21
其他	-2797.24	-8030.54	-25799.93	203.70
经营活动产生的现金流量净额	-35486.74	-208339.21	198636.38	
2、无现金收支的重大投资筹资活动：				
债务转为资本	0.00	0.00	0.00	
一年内到期的可转换公司债券	0.00	0.00	0.00	
融资租入固定资产	0.00	0.00	0.00	
3、现金及现金等价物净变动情况：				
现金的期末余额	280283.22	244905.58	423981.12	22.99
减：现金的期初余额	219665.19	283283.22	244905.58	5.59
加：现金等价物的期末余额	3000.00	0.00	17969.40	144.74
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	63618.03	-38377.64	197044.94	75.99

附件 11 杭州市实业投资集团有限公司主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	11.35	9.10	6.89	8.44
存货周转次数(次)	5.60	3.56	3.30	3.84
总资产周转次数(次)	1.48	1.04	0.91	1.07
现金收入比(%)	108.97	103.38	108.16	106.89
盈利能力				
营业利润率(%)	11.15	10.47	12.53	11.63
总资本收益率(%)	9.22	9.44	7.76	8.56
净资产收益率(%)	18.22	17.91	13.73	15.88
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	35.15	32.61	27.53	30.58
全部债务资本化比率(%)	56.98	56.06	55.86	56.14
资产负债率(%)	72.18	72.05	70.46	71.28
偿债能力				
流动比率(%)	149.36	150.90	138.74	144.51
速动比率(%)	85.42	90.82	89.06	88.86
经营现金流动负债比(%)	-3.17	-14.62	10.95	0.45
EBITDA 利息倍数(倍)	6.90	6.11	4.74	5.59
全部债务/EBITDA(倍)	3.84	3.76	4.35	4.07
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.11	-0.30	-0.01	-0.12
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-4.73	-10.73	-0.43	-4.38

附件 12 有关计算指标的计算公式

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-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+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+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+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 13 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。