



内部编号:2026060071

2022 年杭氧集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

定期跟踪评级报告

项目负责人:高珊  gs@shxsj.com
凌辉  linghui@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 张明海 

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

跟踪评级概要

编号：【新世纪跟踪(2026)100051】

评级对象：2022年杭氧集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

杭氧转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪：AA+/稳定/AA+/2026年6月10日

前次跟踪：AA+/稳定/AA+/2025年5月26日

首次评级：AA+/稳定/AA+/2021年6月10日



跟踪评级观点

主要优势：

- 行业地位突出。杭氧股份在国内空分设备制造领域具有技术引领优势，在特大等级空分设备方面市场份额领先，同时气体业务形成一定市场规模，具有全产业链经营优势。
- 财务状况保持稳健。跟踪期内杭氧股份财务杠杆仍处合理水平，经营性现金回笼状况良好，现金类资产较充裕，可为到期债务偿付提供支撑。

主要风险：

- 下游需求和价格波动风险。杭氧股份客户集中于冶金、化工等强周期行业，2025年主要下游行业景气度不足，市场需求疲弱，同时大宗气体市场价格仍处底部，对公司生产经营带来一定压力。
- 工业气体项目投资风险。杭氧股份持续布局气体投资项目，2026年新增海外气体项目投资，项目投资收益的实现与用气客户经营稳定性及公司运营管控能力密切相关。
- 应收款项回收风险。杭氧股份生产经营形成的应收账款和合同资产规模相对较大，跟踪期内合同资产保持较高增速，同时相关资产减值计提亦对公司盈利形成侵蚀。

跟踪评级结论

通过对杭氧股份主要信用风险要素及影响上述债项偿付安全性相关因素的跟踪分析与评估，本评级机构认为其跟踪期内信用质量无实质性变化，决定维持主体信用等级AA+，评级展望稳定，并维持上述债券AA+信用等级。

未来展望

本评级机构预计杭氧股份信用质量在未来12个月持稳。

主要财务数据及指标

项目	2023年/末	2024年/末	2025年/末	2026年 第一季度/末
母公司口径数据：				
货币资金[亿元]	27.73	15.78	18.59	-
刚性债务[亿元]	53.86	58.47	55.53	-
所有者权益[亿元]	60.40	63.84	69.30	-
经营性现金净流入量[亿元]	6.59	2.50	11.84	-
合并口径数据及指标：				
总资产[亿元]	226.20	240.70	246.40	254.67
总负债[亿元]	125.39	136.82	133.80	138.99
刚性债务[亿元]	65.18	73.79	76.72	77.66
所有者权益[亿元]	100.82	103.89	112.60	115.68
营业收入[亿元]	133.09	137.16	150.83	39.96

主要财务数据及指标

项目	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末	2026 年 第一季度/末
净利润[亿元]	12.75	9.91	10.65	2.82
经营性现金净流入量[亿元]	24.63	22.46	22.20	5.07
EBITDA[亿元]	27.00	23.57	26.61	-
毛利率[%]	22.85	20.85	21.00	22.52
净资产收益率[%]	13.39	9.69	9.84	-
营业周期[天]	156.46	159.12	144.54	-
资产负债率[%]	55.43	56.84	54.30	54.58
权益资本与刚性债务比率[%]	154.67	140.79	146.77	148.95
EBITDA/利息支出[倍]	15.05	11.63	13.13	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.48	0.34	0.35	-
流动比率[%]	134.31	129.25	133.66	145.27

注：根据杭氧股份经审计的 2023~2025 年及未经审计的 2026 年第一季度财务数据整理、计算；其中 2023 年/末财务数据为追溯调整后数据。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2025.5）

评级要素		结果	
个体信用	业务风险	2	
	财务风险	2	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	合计调整（子级数量）	/
		其中：①ESG 因素	/
		②科技赋能因素	/
		③跨业多元化因素	/
		④流动性因素	/
		⑤表外因素	/
⑥其他因素	/		
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	/	
主体信用级别		AA ⁺	

调整因素：—

支持因素：—

相关评级技术文件及研究资料

相关技术文件与研究资料名称	链接
《新世纪评级方法总论（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1
《新世纪评级工商企业评级方法（2022 版）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26766&mid=4&listype=1
《工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM-GS015（2025.5）》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=33349&mid=4&listype=1
《主要指标优于预期 经济彰显强大韧性——2026 年第一季度宏观经济分析及展望》	http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=35836&mid=5&listype=1

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照 2022 年杭氧集团股份有限公司（简称“杭氧股份”）公开发行可转换公司债券（简称“杭氧转债”）信用评级跟踪评级安排，本评级机构根据杭氧股份提供的经审计的 2025 年财务报表、未经审计的 2026 年第一季度财务报表及相关经营数据，对杭氧股份的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分

析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2022 年 5 月公开发行 6 年期 11.37 亿元杭氧转债，募集资金净额 11.24 亿元已于 2023 年使用完毕，其中 8.46 亿元用于气体投资项目，剩余部分用于补充流动资金。杭氧转债票面利率逐年累进，第一年 0.20%、第二年 0.40%、第三年（2024 年 5 月 19 日-2025 年 5 月 18 日）0.60%、第四年（2025 年 5 月 19 日-2026 年 5 月 18 日）1.50%、第五年（2026 年 5 月 19 日至 2027 年 5 月 18 日）1.80%、第六年 2.00%。杭氧转债转股期为 2022 年 11 月 25 日至 2028 年 5 月 18 日，截至 2026 年 3 月末剩余可转换公司债券数量为 11,364,197.00 张。

图表 1. 截至 2026 年 5 月 20 日公司存续债券基本情况（单位：亿元）

债项名称	起息日期	期限	发行规模	当前余额	当期票面利率	备注
杭氧转债	2022/05/19	6 年	11.37	11.36	1.80%	正常付息

注：根据 Wind 信息整理。

发行人信用质量跟踪分析

1. 数据基础

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2023-2025 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。公司按照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定，以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定（2023 年修订）》的披露规定编制财务报表。2025 年，公司无会计政策和会计估计变更事项；报告期公司投资设立子公司 5 家，注销及吸收合并注销子公司 2 家，并购新增子公司 1 家¹。

2. 业务

该公司在国内空分设备制造及工业气体销售领域继续保持领先的市场地位。2025 年空分设备市场总体需求有限，公司新签气体投资项目亦有所下降，全年空分设备新签订单金额同比下降，但受益于西部地区大型煤化工项目的需求支撑，外部设备新签订单金额基本维持稳定。同年，公司新增投产气体项目总制氧量约 43 万 Nm³/h，管道气和液体销量同比增长，推动气体销售收入实现较大增幅。公司气体投资客户以民企为主且集中于冶金、化工等强周期行业，2026 年新增海外投资项目，需持续关注气体用户经营状况及工业气体价格波动对公司经营业绩的影响，以及海外项目投资运营风险。

¹ 2024 年 12 月，该公司以 13,438.50 万元交易对价自自然人股东处受让取得杭州新世纪公司 51% 股权，确认商誉 9,479.37 万元。2025 年 3 月杭州新世纪公司完成工商变更登记手续，同月公司委派董事及高级管理人员并将其纳入合并财务报表范围。

(1) 外部环境

宏观因素

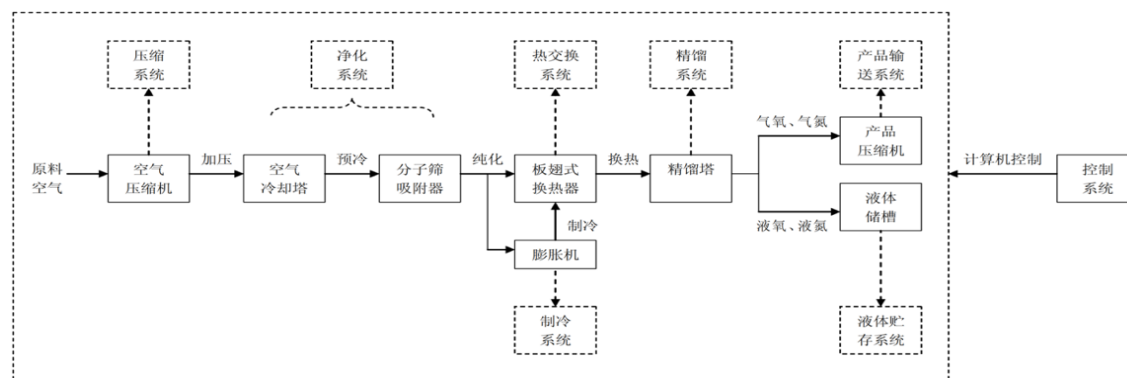
2026 年第一季度，我国经济在动荡复杂的外部环境下实现了超预期增长，同时呈现结构分化、价格水平改善、新动能持续壮大等特征。需求方面，消费依然偏弱，固定资产投资企稳，出口表现强势。供给方面，工业和服务业保持较快增长，细分行业表现分化明显，非金属矿采选、石油煤炭及其他燃料加工、化学原料及化学制品等少部分传统产业和铁路船舶运输设备制造、计算机通信和其他电子设备制造、电气机械和器材制造、信息技术服务等高技术制造与高技术服务业的生产表现相对较好。存量社融增速有所回落，企业部门短贷和债券融资明显多增。在第一季度经济数据超预期的背景下，短期内政策加码的必要性有所降低，第二季度工作重点将是确保已出台政策的落实落细。同时，4 月政治局会议已明确表明对外部形势变化的担忧，提出要系统应对外部冲击挑战，后续宏观调控的前瞻性、灵活性和针对性都有所提高，若外部冲击压力加大，储备政策或以较快速度出台以形成对冲。短期内，随着新动能的持续发展壮大和宏观政策的支持，我国经济有望继续保持稳定增长。在制度优势、发展韧性以及转型升级成效的综合作用下，我国经济长期向好的基本面依然稳固。

详见：[《主要指标优于预期 经济彰显强大韧性——2026 年第一季度宏观经济分析及展望》](#)。

行业因素

空气分离设备（简称“空分设备”）作为工业气体分离领域的核心装备，通过低温空气分离、变压吸附、膜分离等技术体系，实现氧、氮、氩等工业气体的高效制取与提纯。其中，低温空气分离技术凭借在产品纯度及生产效率上的优势，成为大型工业气体制取的主流技术路径。空分设备由动力系统、净化系统、制冷系统、热交换系统、精馏系统、产品输运系统、液体贮运系统和控制系统等构成，涉及空气压缩机、冷却塔、换热器、精馏塔和产成品压缩机等关键设备。

图表 2. 空分设备系统流程图



注：根据杭氧股份公开资料整理。

空分设备为冶金、化工等下游产业的重要配套设施。国内大型工业气体用户主要有两种供气模式：一为自建模式，企业采购安装成套空分设备后自行制气；二为外包服务模式，由设备制造企业或第三方投资企业入驻厂区建设供气设施后提供现场供气服务。我国工业气体市场早期以自建模式为主，伴随外包运营模式认可度提升，气体外包比例逐年提升，但仍远低于国际水平。

空分设备主要下游行业受宏观经济及产业政策等因素影响，周期性波动特征较为明显。2025 年传统下游如钢铁、化工等行业开工率不足，需求持续疲软，氧、氮、氩等大宗工业气体市场价格整体仍处周期底部。此外，现场供气项目通常为客户定制化建设，合同期限长达 15 至 20 年，若期间客户因业务调整等原因发生违约，项目将面临投资无法按期收回的风险。

(2) 业务运营

图表 3. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

主导产品或服务	2023 年	2024 年	2025 年	2026 年第一季度
营业收入合计	133.09	137.16	150.83	39.96
其中：（1）空分设备	42.39	45.25	49.14	12.76
在营业收入中占比	31.85	32.99	32.58	31.93
（2）气体销售	81.94	81.00	92.07	25.19
在营业收入中占比	61.57	59.05	61.04	63.04
毛利率	22.85	20.85	21.00	22.52
其中：（1）空分设备	31.46	29.88	29.34	31.09
（2）气体销售	18.68	16.17	16.45	17.74

注：根据杭氧股份提供的数据整理、计算。

该公司以空分设备的生产制造为传统基础业务，近年来依托设备和技术优势完成了从设备制造向气体服务转型，空分设备和气体销售业务收入在公司营业收入中的占比保持在 92%以上。同时公司向低温石化设备等非空分设备领域以及电子气、医疗气等特种气体领域持续拓展，通过横向产业链延伸和纵向价值链升级，加速气体产业集群化发展与新兴产业布局。

2025 年，该公司实现营业收入 150.83 亿元，同比增长 9.96%；毛利率 21.00%，较上年基本持平。同年大型项目集中交付，空分设备销售收入同比增长 8.58%；2024-2025 年管道气项目新增投产规模较大，管道气和液体销售增加带动气体销售业务收入同比增长 13.66%。2026 年第一季度，公司营业收入同比增长 12.11%，毛利率水平较上年度小幅增长。

① 经营状况

空分设备

该公司为国内空分设备设计制造行业的领军者，各等级²空分设备国产首台套主要由公司完成。公司生产投运的最大等级空分设备为 12 万 Nm³/h，在国内 6 万 Nm³/h 及以上等级特大型空分设备的市场占有率保持领先地位。2025 年公司签约的宁夏宝丰四期 2 套 12 万空分项目创下国内国产单套最大空分纪录。

技术研发方面，该公司具有国家级企业技术中心、国家级检测中心、博士后科研工作站、省级重点实验室、特种气体浙江省工程研究中心、浙江省低温容器与航天环境模拟设备企业研究院等研发平台优势。2025 年公司研发投入 4.74 亿元，同比增长 4.90%，主要聚焦特大型空分设备、核心部机国产化及深低温储运等前领域技术突破：

（1）液氮/液氢储运技术达国际先进水平，“承托式滑动型径向流纯化装置”获日内瓦发明展金奖；（2）宁夏宝丰 12 万空分自制液体膨胀机实现首次应用、高压材料国产化实现新跨越，8 台 7MPa+产品试制成功，新型模具提效 30%以上。截至 2025 年末，公司拥有国内外授权专利 672 项，其中发明专利 205 项；5 家子公司获评国家级“专精特新小巨人”，8 家子公司入选省级专精特新中小企业。作为全国气体分离与液化设备标准化技术委员会主任委员单位，截至 2026 年 3 月末该领域现行国家、行业标准共计 42 项，公司参与制定了 41 项。

图表 4. 公司空分设备新签订单情况

项目	2023 年	2024 年	2025 年
新签订单台套数（台套）	34.00	22.00	28.00
新签订单设计制氧量（万 Nm ³ /h）	158.95	135.30	154.40
新签订单金额（亿元）	59.64	45.12	41.18

注：（1）签订单中包含来自公司合并范围内气体投资项目的供货订单；（2）根据杭氧股份提供的数据整理、计算。

2025 年，该公司空分设备产能与上年持平，受下游市场需求下降及在手订单排产影响，全年生产空分设备合计制氧量为 158.90 万 Nm³/h，同比下降 5.56%，降幅较上年收窄 8.93 个百分点；全年产能利用率为 88.28%，较上年下降 5.22 个百分点。

² 空分设备等级以每小时氧气产量来划分，例如 6 万 Nm³/h 空分设备指的是指每小时制氧量为 6 万标准立方米的设备。

新签订单方面，2025 年该公司空分石化设备全年新签订单额 45.20 亿元，同比下降 18.00%；其中空分设备新签订单 41.18 亿元，同比下降 8.73%；石化设备新签订单 4.02 亿元，同比下降。同年，公司新签外贸订单 8.09 亿元，首次进入非洲市场。

2025 年，该公司新签成套空分设备 28 台（套），设备设计制氧量合计 154.40 万 Nm³/h。从下游行业新签订单来看：（1）冶金化工行业新签空分设备订单大幅下降，主要系下游需求收缩所致；（2）受益于国家能源安全战略驱动以及高油价下项目经济性突显等因素叠加影响，西部大型煤化工项目建设投资加速，公司煤化工行业空分设备订单大幅增加；（3）钢铁行业产能置换、节能技改、电炉钢与氢冶金新需求以及行业整合集中采购等多重因素影响下，公司钢铁行业空分设备订单同比大幅增加；（4）公司新签约气体投资项目减少，内部设备供应订单同步下降。

2026 年以来，该公司空分设备新签订单受益于西部地区大型煤制氢/乙二醇项目集中落地，以及公司海外气体投资项目落地带来增量。总体来看，煤化工行业需求和海外市场对公司设备订单形成一定支撑，但其他下游行业仍处周期底部，同时市场竞争下设备价格有所下降，仍需关注公司下游行业周期性波动及对公司订单拓展的影响。

气体销售

该公司将产业链延伸至工业气体服务领域，管道供气、液体零售和现场制气等多元化服务协同发展，已在氧、氮、氩等工业气体供应领域形成一定规模。公司气体业务以管道气为主要经营模式，即与客户签订长期供气合同（一般为 15-20 年），在客户厂区新建、收购空分设备并负责运维，通过管道为客户持续供气。此外公司加速拓展氢能、医用氧、食品氮、电子特气等高附加值的新兴气体业务领域。

2025 年，该公司新增投产气体项目总制氧量约 43 万 Nm³/h，同比下降 33.85%。同年，公司管道氧、管道氮及液体销量均实现同比增长。同年，公司新增气体投资项目 1 个，项目总投资 3.14 亿元。2026 年 4 月，公司与浙江华友钴业股份有限公司（简称“华友钴业”，股票代码：603799.SH）在印尼华友 IPIP 园区成立合资公司（双方持股比例分别为 51%和 49%），投资建设 3 套 70,000Nm³/h 空分装置及 1 套 50,000Nm³/h 空分装置，为华友钴业的高镍锰项目提供专业工业气体服务；项目计划总投资 12.51 亿元，其中项目资本金为 3.85 亿元。

图表 5. 2025 年公司前五大客户销售收入及占比概况

客户名称	业务类型	销售收入（亿元）	占年度营业收入比例
客户一	供气服务	9.88	6.56%
客户二	设备销售	6.76	4.49%
客户三	供气服务	5.76	3.82%
客户四	设备销售	4.75	3.16%
客户五	供气服务	4.67	3.10%
合计	—	31.82	21.13%

注：根据杭氧股份提供的数据整理、计算。

气体项目前期投资成本高，相关设备具有定制化、不易迁移等特点，为降低投资风险，该公司在大部分项目合同中与供气客户约定最低供气量，供气用水、电能源通常直接向客户采购，水电等成本款项根据协议从客户的气体结算款项中扣除，同时部分项目设有气价与电价联动调整机制³。近年来，公司前五大客户合计销售额占当期营业收入的比重维持在 21%-23%之间，客户分散度尚可。2025 年，公司前五大客户中三名为气体客户，客户粘性强、稳定性高。公司气体投资客户以民企为主且集中于冶金、化工等强周期行业，需持续关注气体用户经营状况及工业气体价格波动对公司经营业绩的影响，此外公司海外气体投资项目还面临当地国政策变动、汇率波动等海外经营风险。

② 竞争地位

该公司聚焦空分设备和工业气体两大领域的研究、开发与应用，拥有国家级企业技术中心。公司具备 12 万 Nm³/h 等级空分设备投产业绩，在国内 6 万 Nm³/h 及以上特大型空分设备市场份额领先，技术实力与市场竞争力突出。2025 年以来，煤化工行业需求和海外市场对公司设备订单形成一定支撑，但其他下游行业仍处周期底部，市场

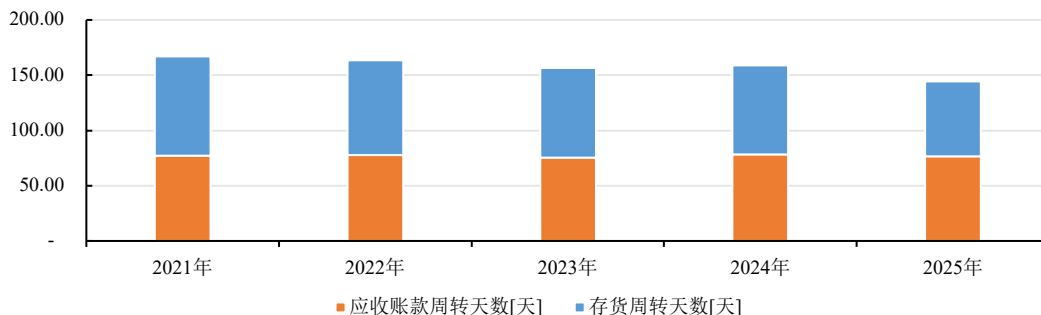
³ 电力成本是空分气体最主要的成本构成部分，占比通常达 70%以上。

竞争加剧导致订单价格下降，仍需关注下游行业周期性波动及对公司设备订单拓展的影响。

依托在空分设备制造领域的市场地位和口碑，该公司延伸产业链至工业气体服务领域，目前公司管道气制氧规模处于国内第三方气体供应商第一梯队前列。2025 年公司新增投产气体项目总制氧量约 43 万 Nm³/h，同年管道气和液体销量均同比增长，推动气体销售收入同比增长 13.66%。

③ 经营效率

图表 6. 反映公司经营效率要素的主要指标值

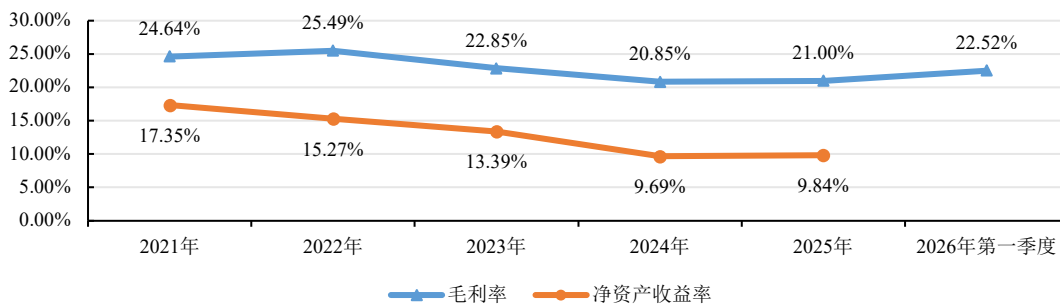


注：根据杭氧股份所提供数据整理、绘制。

该公司空分设备订单交付周期一般为 12-18 个月，但气体销售业务收入规模及占比较大，整体运营周转效率高。2025 年，公司应收账款（含合同资产）周转天数和存货周转天数分别为 76.71 天和 67.82 天，营业周期较上年减少 14.58 天。

④ 盈利能力

图表 7. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



注：根据杭氧股份所提供数据整理、绘制。

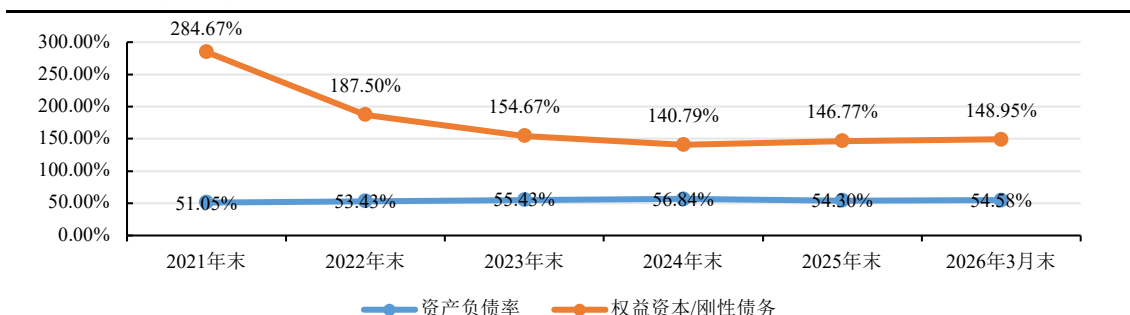
2025 年，该公司保持市场竞争优势，气体投资项目持续新增投运释放业务增量，营业收入同比增长 9.96%；包括空分设备和气体销售在内的核心业务毛利率维持去年水平，全年毛利率为 21.00%。同年，公司期间费用率为 10.74%，保持稳定；计提信用减值损失和资产减值损失 1.27 亿元，仍需关注应收账款、存货及合同资产等相关资产后续减值/坏账风险对公司净利润的侵蚀。同年，公司实现净利润 10.65 亿元，同比增长 7.40%；净资产收益率为 9.84%，较上年略有提升。公司盈利能力较好，仍需关注气体价格波动及下游客户生产经营情况对公司盈利稳定性的影响。

3. 财务

2025 年该公司投资支出规模收窄，刚性债务增速有所下降。公司债务结构合理，经营性净现金持续大规模净流入，非受限现金类资产较充裕，同时融资渠道畅通，债务偿付安全性仍很强。公司流动资产中应收账款、合同资产和存货规模较大，跟踪期内合同资产保持较高增速，同时相关资产减值损失计提亦对公司盈利形成侵蚀。

(1) 财务杠杆

图表 8. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据杭氧股份所提供的数据整理、绘制。

2025 年该公司投资支出规模收窄，刚性债务增速同比下降，同时经营性负债规模亦有所下降，年末资产负债率较上年末下降 2.54 个百分点至 54.30%，权益资本对刚性债务保障倍数提高 5.98 个百分点至 146.77%，公司财务杠杆水平适中。

① 资产

图表 9. 公司核心资产状况及其变动

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	113.65	106.04	104.72	113.53
其中：现金类资产（亿元）	50.24	44.05	42.50	44.58
应收账款（亿元）	45.10	32.26	33.92	34.46
预付款项（亿元）	16.68	17.35	16.75	18.84
存货（亿元）	11.27	12.91	4.71	7.36
合同资产（亿元）	24.96	23.21	21.07	21.64
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	112.55	134.66	141.68	141.14
其中：固定资产（亿元）	49.76	55.95	57.50	55.42
在建工程（亿元）	66.57	78.96	116.89	114.63
期末受限资产账面价值（亿元）	30.47	36.98	5.61	7.53
受限资产账面价值/总资产（%）	11.39	2.20	2.96	—
	5.04	0.91	1.20	—

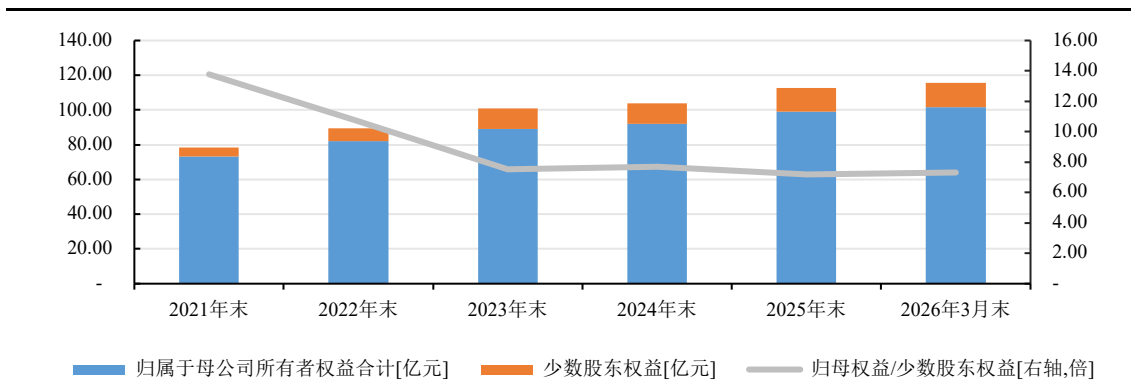
注：根据杭氧股份所提供数据整理、计算。

近年来该公司资产规模持续扩大但增速显著下降，2025 年末资产总额为 246.40 亿元，近三年复合增长率为 4.37%。伴随气体投资项目持续建设投入，公司非流动资产规模及其占比进一步增加，2025 年末气体公司空分设备投产转固，导致在建工程和固定资产账面价值反向变动。

该公司流动资产主要为现金类资产，经营性应收款项及存货。现金类资产主要为货币资金和应收银行承兑汇票，2025 年末分别为 22.41 亿元和 11.49 亿元；其中使用受限的货币资金余额为 0.68 亿元，占比有限。应收账款及合同资产近三年复合增长率为 8.00%，高于营业收入增速；按欠款方归集的期末余额前五大合计占比 18.04%。应收账款账龄结构偏长，2025 年末账龄在三年以上的应收账款账面余额占比达 32.34%；应收账款坏账准备累计计提比例为 28.35%，需关注公司后续应收账款管理及款项收回情况。同年末，预付款项较上年末减少 8.20 亿元，主要系前期预付款在本期结算所致。

② 所有者权益

图表 10. 公司所有者权益构成及其变动趋势



注：根据杭氧股份所提供的数据整理、绘制。

得益于自身经营积累、少数股东权益补充等因素影响，近年来该公司权益资本持续增厚。截至 2025 年末，公司所有者权益合计 112.60 亿元，其中股本、资本公积、未分配利润和少数股东权益占比分别为 8.69%、21.09%、49.40%和 12.21%。经股东会审议通过，公司 2025 年度利润分配方案为向全体股东每 10 股派发现金红利 3 元（含税）。

③ 负债

图表 11. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
刚性债务	65.18	73.79	76.72	77.66
其中：短期刚性债务	27.25	21.73	24.11	19.58
中长期刚性债务	37.93	52.05	52.61	58.09
应付账款	17.47	20.05	19.38	22.36
合同负债	30.43	31.76	27.13	28.01

注：（1）合计数尾差系数据四舍五入导致；（2）根据杭氧股份所提供数据整理、计算。

该公司债务主要由刚性债务和经营性负债构成，近年来刚性债务规模及其在负债中的占比持续上升，2025 年末占比为 57.34%。公司经营性负债主要为应付账款和合同负债，其中应付账款主要为尚未支付给供应商的原料、中间品设备等货款，以及少量应付设备、工程款；合同负债则主要为预收客户的空分设备货款。

伴随气体投资项目建设推进，该公司刚性债务规模持续推升，但债务增速有所下降，2025 年末刚性债务余额为 76.72 亿元，同比增速较上年末下降 9.22 个百分点至 3.98%。公司中长期债务占比在 70%左右，债务融资渠道以银行和债券直融为主，2025 年末长短期银行借款、应付债券（含应付利息）和应付票据余额占刚性债务的比重分别为 80.54%、15.08%和 4.38%；银行借款中信用借款和保证借款占比分别为 67.13%和 29.61%。

资金管理方面，该公司实行资金集中管理，下属子公司的经营、投资支出需按本部审批的预算计划执行，融资行为亦需本部审批。公司债务融资主体以本部为主，气体公司项目融资则主要为项目贷款及本部提供的委托贷款。

(2) 偿债能力

① 现金流量

图表 12. 公司现金流量状况

主要数据及指标	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年 第一季度
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	24.63	22.46	22.20	5.07

主要数据及指标	2023 年度	2024 年度	2025 年度	2026 年 第一季度
其中：业务现金收支净额	25.69	23.94	24.13	5.54
投资环节产生的现金流量净额（亿元）	-31.98	-27.30	-17.64	-4.62
其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金	30.82	29.62	16.96	4.25
筹资环节产生的现金流量净额（亿元）	5.34	1.71	-2.15	1.44

注：根据杭氧股份所提供数据整理、计算。

该公司经营收现水平高⁴，近年来经营活动现金流保持较大规模净流入。公司持续拓展和推进气体投资项目建设，投资活动现金流维持净流出，2024 年以来投资支出规模有所收窄。2025 年公司债务净融资规模下降，当期仍支付一定规模的现金股利，筹资活动现金净流出。

② 偿债能力

图表 13. 公司偿债能力指标值

主要数据及指标	2023 年度	2024 年度	2025 年度
EBITDA（亿元）	27.00	23.57	26.61
EBITDA/全部利息支出（倍）	15.05	11.63	13.13
EBITDA/刚性债务（倍）	0.48	0.34	0.35

注：根据杭氧股份所提供数据整理、计算。

2025 年受利润总额及在建工程转固后资产折旧增加等因素影响，公司 EBITDA 同比增长 12.90%。同年，公司 EBITDA 对债务本息的保障程度高且较上年有所提升。

4. 调整因素

(1) ESG 因素

跟踪期内，该公司控股股东和实际控制人保持稳定。截至 2026 年 3 月末，第一大股东杭州杭氧控股有限公司持有公司 54.11% 股权，实际控制人为杭州市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“杭州市国资委”）。

2025 年，该公司优化法人治理结构，不再设立监事会及监事，相关职权由董事会下设审计委员会承接行使。公司系统梳理并全面修订了《股东会议事规则》、《董事会议事规则》、《独立董事工作制度》、《投融资及担保管理制度》、《关联交易管理制度》等制度。同年，公司部分董事因工作原因等发生人员变动，对公司日常管理及生产经营无重大影响。同年，公司组织架构和本部职能部门设置无重大变化。

(2) 流动性/短期因素

图表 14. 公司资产流动性指标值

主要数据及指标	2023 年末	2024 年末	2025 年末	2026 年 3 月末
流动比率	134.31%	129.25%	133.66%	145.27%
现金比率	53.30%	39.32%	43.30%	44.10%
短期刚性债务现金覆盖率	165.52%	148.41%	140.68%	176.06%

注：根据杭氧股份所提供数据整理、计算。

2025 年末，该公司流动比率、现金比率短期偿债指标有所改善，现金类资产仍能对短期债务形成完全覆盖。作为上市公司，公司直接融资和间接融资渠道较为畅通，截至 2026 年 3 月末获得银行授信额度 109.75 亿元，其中

⁴ 该公司下属气体公司向客户供气的同时向其采购水电，公司按应收供气款抵减应付水电费后的净额与客户进行结算，导致 2025 年销售商品、提供劳务收到的现金与购买商品、接受劳务支付的现金同时减少 60.79 亿元。2025 年公司营业收入现金率为 56.06%，若将前述数据调整计入销售商品、提供劳务收到的现金，调整后的营业收入现金率则为 96.37%。

尚未使用额度为 52.28 亿元，备用流动性较充裕。

(3) 表外事项

截至 2026 年 3 月末，该公司无对外担保。同期末，公司共有 3 起涉诉金额超过 1,000 万元的未决诉讼，其中公司被诉涉及标的金额合计 4.16 亿元。

根据公司 2026 年 4 月 16 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约情况发生。

(4) 其他因素

该公司关联交易规模较小，主要系与参股配套企业之间的生产经营往来。截至 2025 年末，公司对关联方的各类应收款项账面余额合计 0.41 亿元，各类应付款项账面余额合计 1.28 亿元。

5. 外部支持

该公司间接控股股东杭州市国有资本投资运营有限公司（简称“杭州资本”）组建于 2018 年，注册资本和实收资本均为 100 亿元，唯一股东和实际控制人为杭州市国资委。2023 年，杭州市委市政府赋予杭州资本“从事从早期科创投资到中后期产业投资全生命周期的国有资本投资运营公司”全新功能定位。截至 2025 年末，杭州资本经审计的合并口径净资产总额为 1,106.18 亿元，所有者权益总额为 584.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 422.31 亿元；2025 年营业收入为 212.75 亿元，净利润为 19.44 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 12.82 亿元；经营活动现金流量净额为 27.09 亿元。

6. 同业比较分析

新世纪评级选取了广东华特气体股份有限公司作为该公司的同业比较对象。与可比企业相比，公司兼具空分设备制造和气体服务业务，具有产业协同优势，经营规模更大；公司气体业务以普通工业气体为主，附加值较高的特气等产品收入有限，主业毛利率水平一般；公司财务杠杆水平较可比企业更高，但长期偿债指标表现更优。

债项信用跟踪分析

“杭氧转债”转股期为 2022 年 11 月 25 日至 2028 年 5 月 18 日，截至 2026 年 3 月末剩余可转换公司债券数量为 11,364,197.00 张。该债券设置了有条件赎回、有条件回售以及附加回售条款。

在转股期内，当下述任意一种情形出现时，该公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日收盘价格不低于当期转股价格的 130%；（2）当本次发行可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

在可转债最后两个计息年度内，如果该公司股票任何连续三十个交易日收盘价格低于当期转股价格的 70%，可转债持有人有权将其持有的全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。在可转债最后两个计息年度内，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次；若首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

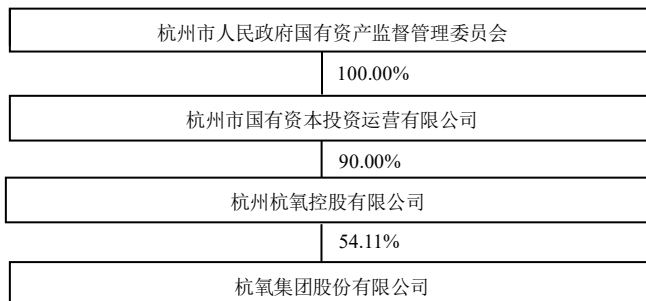
“杭氧转债”初始转股价为 28.69 元/股，目前转股价为 25.67 元/股。未来公司正股价格的变化对投资人的转股决策影响重大，若投资人最终行使转股权，则公司无需兑付本次发行的债券。本次可转债面临不能转股风险，相应会增加该公司资本支出压力，同时基于上述赎回和回售条款，本次可转债还可能面临存续期缩短的风险。

跟踪评级结论

综上，本评级机构评定杭氧股份主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定，杭氧转债信用等级为 AA⁺。

附录一：

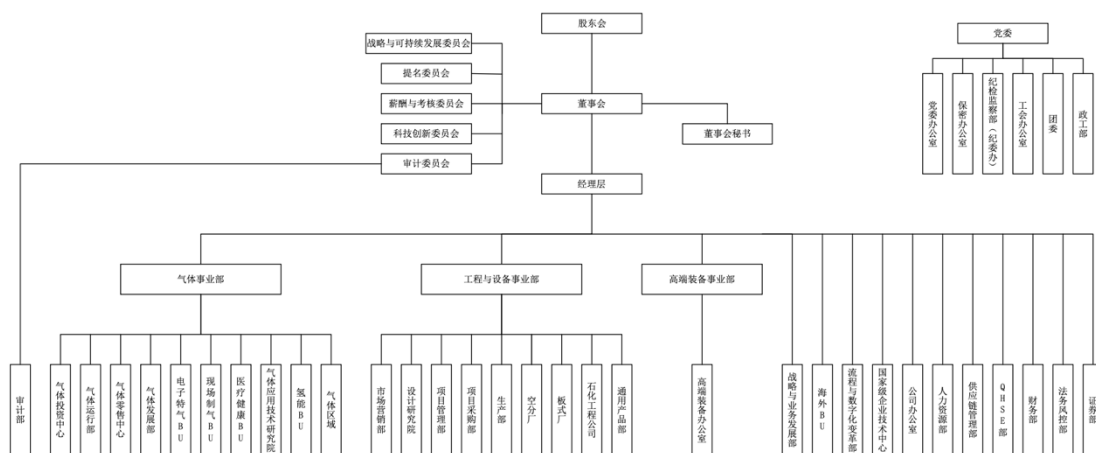
公司与实际控制人关系图



注：根据杭氧股份提供的资料整理绘制（截至 2026 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据杭氧股份提供的资料整理绘制（截至 2026 年 3 月末）。

相关实体主要数据概览

基本情况				2025 年（末）主要财务数据（亿元）					备注
全称	简称	与公司关系	主营业务	刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
杭州市国有资本投资运营有限公司	杭州资本	公司之间接控股股东	国有资本投资运营	362.96	584.36	212.75	19.44	27.09	
杭氧集团股份有限公司	杭氧股份	本级/母公司	空分设备制造与工业气体服务	76.72	112.60	150.83	10.65	22.20	合并口径
				55.53	69.30	55.50	8.34	11.84	母公司口径

注：根据杭州资本 2025 年度审计报告、杭氧股份 2025 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：气体服务 归属行业：装备制造

企业名称（全称）	最新主体 信用等级/展望	2025 年度经营数据				2025 年末财务数据/指标			
		营业收入 （亿元）	毛利率 （%）	净资产收益率 （%）	营业周期 （天）	资产负债率 （%）	权益资本/刚性债务 （倍）	EBITDA/利息支出 （倍）	EBITDA/刚性债务 （倍）
广东华特气体股份有限公司	AA/稳定	14.19	30.87	6.31	165.33	42.37	1.88	7.76	0.31
杭氧集团股份有限公司	AA+/稳定	150.83	21.00	9.84	144.54	54.30	1.47	13.13	0.35

注：同业比较对象为公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性。

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标(合并口径)	2023 年/末	2024 年/末	2025 年/末	2026 年 第一季度/末
资产总额 [亿元]	226.20	240.70	246.40	254.67
货币资金 [亿元]	33.46	21.21	22.41	23.92
刚性债务[亿元]	65.18	73.79	76.72	77.66
所有者权益 [亿元]	100.82	103.89	112.60	115.68
营业总收入[亿元]	133.09	137.16	150.83	39.96
净利润 [亿元]	12.75	9.91	10.65	2.82
EBITDA[亿元]	27.00	23.57	26.61	-
经营性现金净流入量[亿元]	24.63	22.46	22.20	5.07
投资性现金净流入量[亿元]	-31.98	-27.30	-17.64	-4.62
资产负债率[%]	55.43	56.84	54.30	54.58
权益资本与刚性债务比率[%]	154.67	140.79	146.77	148.95
流动比率[%]	134.31	129.25	133.66	145.27
现金比率[%]	53.30	39.32	43.30	44.10
利息保障倍数[倍]	10.05	6.92	7.68	-
担保比率[%]	-	-	-	-
营业周期[天]	156.46	159.12	144.54	-
毛利率[%]	22.85	20.85	21.00	22.52
营业利润率[%]	12.32	9.11	9.31	9.25
总资产报酬率[%]	8.62	6.01	6.39	-
净资产收益率[%]	13.39	9.69	9.84	-
净资产收益率*[%]	14.23	10.20	9.95	-
营业收入现金率[%]	62.45	56.99	56.06	51.45
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	33.17	26.95	27.69	-
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-6.44	-3.69	3.37	-
EBITDA/利息支出[倍]	15.05	11.63	13.13	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.48	0.34	0.35	-

注：（1）表中数据依据杭氧股份经审计的 2023~2025 年度及未经审计的 2026 年第一季度财务数据整理、计算；
 （2）2023 年财务数据为追溯调整后数据。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%

权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%

流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%

现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%

利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)

担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%

营业周期(天)=365/(报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额+期初合同资产余额+期末合同资产余额)/2]+365/(报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2])

毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%

营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%

总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%

净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%

净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%

营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%

经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%

非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%

EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)

EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务。

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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

信用等级	含义
AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
C 级	不能偿还债券本息。

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。

发行人历史评级

附录七：

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2012年10月29日	AA/稳定	唐俊、温正大	新世纪评级方法总论（2012） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	评级结果变化	2019年6月25日	AA+/稳定	黄蔚飞、杨茜	新世纪评级方法总论（2012） 装备制造行业信用评级方法（2018版） 通用版评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2025年5月26日	AA+/稳定	高珊、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM- GS015（2022.12）	报告链接
	本次评级	2026年6月10日	AA+/稳定	高珊、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM- GS015（2025.5）	-
	历史首次评级	2021年6月10日	AA+	高珊、黄蔚飞	新世纪评级方法总论（2012） 装备制造行业信用评级方法（2018版） 工商企业评级模型（装备制造）MX-GS015 （2019.8）	报告链接
	前次评级	2025年5月26日	AA+	高珊、李逸然	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM- GS015（2022.12）	报告链接
债项评级	本次评级	2026年6月10日	AA+	高珊、凌辉	新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（装备制造行业）FM- GS015（2025.5）	-

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。