

2011 年海宁市资产经营公司
公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2017】跟踪第【945】号 01

债券剩余规模: 10.5 亿元

债券到期日期: 2018 年 09 月 20 日

债券偿还方式: 每年付息, 在本期债券存续期的第 5、6、7 年末分别按照债券发行总额 30%、30%和 40%的比例偿还债券本金。

分析师

姓名: 刘师宇 毕柳

电话: 021-51035670

邮箱: liushy@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信评估有限公司城投公司主体长期信用评级方法, 该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址: 深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

电话: 0755-82872897

网址: www.pyrating.cn

2011 年海宁市资产经营公司公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 6 月 25 日	2016 年 6 月 26 日

评级结论:

鹏元资信评估有限公司(以下简称“鹏元”)对海宁市资产经营公司(以下简称“海宁资产”或“公司”)及其 2011 年 9 月 20 日发行的 15 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)2017 年跟踪评级结果为: 维持本期债券信用等级为 AA+, 维持发行主体长期信用等级为 AA+, 评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到 2016 年海宁市经济与财政实力进一步增强, 公司资产质量较好, 业务较多元化, 海宁市政府在财政拨款和政府补助方面给予公司大力支持; 同时我们也关注到了海宁市政府性基金收入易受土地市场波动影响, 公司存在一定的资金压力, 有息债务规模较大, 对外担保占净资产比例较高, 存在一定或有负债风险等风险因素。

正面:

- **区域经济和公共财政收入保持增长。**海宁市经济基础较好, 近年来保持了一定的增长, 2016 年海宁市实现地区生产总值 744.09 亿元, 按可比价计算, 较上年增长 6.4%; 公共财政收入保持稳定增长, 2016 年海宁市公共财政收入 72.00 亿元, 较上年增长了 4.17%。
- **公司业务较多元化。**公司经营的业务较多, 包括商铺租赁与销售、房屋销售、生物制品业和基础设施建设等, 较为多元化。
- **公司资产质量较好。**截至 2016 年末公司持有海宁中国皮革城股份有限公司(以下简称“海宁皮城”)51.45%的股份, 持有浙江钱江生物化学股份有限公司(以下简称“钱江生化”)33.30%的股份, 均为第一大股东。上市公司的股权为公司提

供了较好的财务弹性，资产整体质量较好。

- **公司继续受到政府的大力支持。**公司是海宁市重要的国有资产运营主体，受到当地政府在资产划入和政府补贴方面的大力支持。2016 年公司合计收到政府各类形式的资金、资产划入 13.70 亿元，计入资本公积；公司及下属子公司于 2016 年收到的与收益相关的补贴收入合计 12.26 亿元。当地政府对公司的支持提升了公司的资本实力和盈利能力。

关注：

- **海宁市政府性基金收入易受土地市场波动影响。**2016 年海宁市政府性基金收入较上年大幅增长 103.97%，达到 51.89 亿元，占海宁市地方综合财力的 37.25%。近年来受到土地市场波动和国家房地产政策而影响，海宁市政府性基金收入波动较大，未来需持续关注。
- **2016 年皮革行业增速放缓，对公司商铺租赁业务产生了一定影响。**2016 年，为应对宏观经济下滑以及行业的不景气，海宁皮城局部下调了商铺的租赁单价，因此公司商铺租赁及物业管理收入均有所下滑，合计为 13.16 亿元，同比下降 6.17%。
- **公司项目建设存在一定的资金压力。**公司在建皮革城项目、保障安置房、城市基础设施工程、交通道路工程、供排水工程和社会事业工程项目较多，截至 2016 年末仍需投入资金 51.61 亿元，公司存在一定的资金压力。
- **有息债务规模较大，偿付压力较大。**截至 2016 年末为 307.86 亿元，较上年增长了 7.61%，占全部负债总额的比重为 69.43%，公司面临的偿债压力仍然较大。
- **对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2016 年末，公司对外担保金额总计 163.58 亿元，占 2016 年末公司所有者权益的 50.11%，公司对外担保涉及金额较大，且无反担保措施，一旦被担保单位经营出现困难，公司将面临一定的代偿风险。

主要财务指标：

项目	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	7,697,997.81	7,023,653.39	6,017,351.24
所有者权益合计	3,264,139.75	2,825,470.11	2,575,609.67
有息债务（万元）	3,078,641.06	2,861,007.49	2,140,991.74
资产负债率	57.60%	59.77%	57.20%
流动比率	2.56	2.23	2.17
营业总收入（万元）	497,270.75	439,661.38	503,306.27

政府补助（万元）	134,208.68	108,133.32	97,765.64
利润总额（万元）	103,764.96	101,344.37	136,197.19
综合毛利率	29.71%	35.29%	39.04%
EBITDA（万元）	271,545.07	262,252.22	271,745.49
EBITDA 利息保障倍数	1.86	2.29	3.02
经营活动现金流净额（万元）	96,754.62	-40,121.85	184,766.90

资料来源：公司2014-2016年审计报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于 2011 年 9 月 20 日公开发行 7 年期 15 亿元公司债券，发行票面利率为 7.80%。本期债券募集资金用中 9.75 亿元用于海宁市“城乡一体化”农民安置房及配套基础设施建设工程（一期）项目，0.85 亿元用于海宁市尖山污水处理厂一期工程，1.4 亿元用于偿还银行借款，3 亿元用于补充营运资金。本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016 年，公司股权结构、主营业务、实际控制人等无变化，公司注册资本和实收资本仍为 20 亿元，实际控制人仍为海宁市人民政府。截至 2016 年 12 月 31 日，纳入公司合并范围的子公司共有 90 家，其中 2016 年新增 12 家，减少 5 家。

公司系海宁市国有资产管理和运营平台，截至 2016 年末公司持有海宁皮城（股票代码：002344）51.45% 的股份（其中直接持股 33.09%、间接持股 18.36%），持有钱江生化（股票代码：600796）33.30% 的股份，均为第一大股东。

2016 年 11 月，经中国证券监督管理委员会《关于核准海宁中国皮革城股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可〔2016〕2023 号）核准，海宁皮城主承销商财通证券股份有限公司采用非公开发行方式向融通基金管理有限公司等八名对象定向发行人民币普通股（A 股）162,745,046.00 股，每股面值人民币 1 元，每股发行价为人民币 10.70 元，募集资金总额为 1,741,371,992.20 元，募集资金净额为 1,721,421,140.71 元，其中计入海宁皮城实收资本 162,745,046.00 元，计入资本公积（股本溢价）1,558,676,094.71 元，相应导致本公司持有海宁皮城的股份比例由 58.92% 下降至 51.45%。

2016 年公司业务范围无变化，营业收入主要包括商铺租赁、房屋销售、物业管理、商品销售、生物制造业和土地整理等。其中公司商铺租赁、物业管理和销售以及商品销售等业务由海宁皮城经营；生物制品业由钱江生化经营；土地整理、房屋销售则主要由海宁市城市发展投资集团有限公司（以下简称“城投集团”）经营。

表1 2016 年公司合并范围变化情况（单位：万元）

1、2016 年新纳入公司合并范围的子公司情况			
公司名称	取得方式	注册资本	出资比例
海宁皮革城康复医疗投资管理有限公司	新设子公司	1,100	0.55%
日本皮革城株式会社	新设子公司	640.00（万日元）	0.80%
海宁皮城康复医院有限公司	新设子公司	1,614	1.00%

重庆市大渡口区海宁皮革发展有限公司	新设子公司	400	0.51%
海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司	新设子公司	15,000	1.00%
海宁光耀热电有限公司	新设子公司	1,000	1.00%
海宁市诚信担保有限公司	新设子公司	9,000	0.90%
浙江金海洲建设开发有限公司	新设子公司	17,000	0.59%
海宁市基础设施投资基金有限公司	新设子公司	150,000	0.60%
海宁上塘水务有限公司	新设子公司	10	1.00%
海宁钱塘水务有限公司	新设子公司	10	1.00%
浙江海云环保有限公司	新设子公司	110,000	0.51%

2、2016年不再纳入公司合并范围的子公司情况

公司名称	不再纳入合并范围的原因	处置时间
天平测绘有限责任公司	划拨转出	2016年7月
北京新海宁皮革商贸有限公司	转让	2016年4月
海宁潮丰种业有限公司	清算注销	2016年7月
海宁市交通资产投资经营有限责任公司	吸收合并	2016年9月
海宁市环通开发有限公司	吸收合并	2016年9月

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

截至 2016 年 12 月 31 日，公司资产总额为 769.80 亿元，所有者权益为 326.41 亿元，资产负债率为 57.60%；2016 年度，公司实现营业总收入 49.73 亿元，利润总额 10.38 亿元，经营活动净现金流入 9.68 亿元。

三、地方经济与财政实力

海宁市经济基础较好，人均 GDP 水平较高，2016 年经济保持增长但增速有所下滑

海宁市经济基础较好，其地区生产总值近年来在嘉兴市所属各县区中始终排在首位。2016 年海宁市实现地区生产总值 744.09 亿元，按可比价计算，较上年增长 6.4%，增速较上年下降了 0.30 个百分点。其中第一产业实现增加值 22.53 亿元，同比增长 3.6%，第二产业实现增加值 394.72 亿元，增长 5.0%，第三产业实现增加值 326.83 亿元，增长 8.4%。三次产业结构比由上年的 3.1:54.9:42.0 调整为 3.0:53.1:43.9，近年来第三产业在海宁市产业结构中的占比逐年提高。2016 年末海宁市户籍人口达到 68.17 万人，按此计算，2016 年海宁市人均生产总值为 109,575 元，较上年增长 5.8%，是全国人均生产总值的 2.03 倍。

表2 2015-2016 年海宁市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	744.09	6.4%	700.23	6.7%
第一产业增加值	22.53	3.6%	21.79	-2.5%

第二产业增加值	394.72	5.0%	384.29	5.0%
第三产业增加值	326.83	8.4%	294.15	10.3%
工业增加值	341.36	5.6%	331.20	4.0%
固定资产投资	555.43	8.0%	514.49	14.8%
社会消费品零售总额	370.22	10.7%	338.27	11.3%
进出口总额（亿美元）	59.58	13.6%	58.56	-2.9%
存款余额	1,191.17	7.3%	1,109.75	6.8%
贷款余额	939.77	5.8%	888.48	12.0%
人均 GDP（元）		109,575		103,718
人均 GDP/全国人均 GDP		202.99%		236.00%

注：海宁市 2016 年进出口总额公报单位为亿元，上表用 2016 年 12 月 31 日美元汇率进行了折算
 资料来源：海宁市 2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报

2016 年海宁市实现工业增加值 341.36 亿元，比上年增长 5.6%。规模以上工业总产值 1,455.98 亿元，增长 3.6%，其中轻工业实现产值 860.36 亿元，增长 1.4%，重工业实现产值 595.61 亿元，增长 7.1%。主要产业中，规模以上皮革工业实现产值 110.04 亿元，下降 5.2%，规模以上纺织工业实现产值 470.66 亿元，增长 1.3%。两大主要产业占规模以上工业总量的 39.9%。同时，电气机械制造业快速发展，产值增长 19.7%。

2016 年海宁市固定资产投资 555.43 亿元，其增速降至 8.0%，主要是受到第三产业固定资产投资增速放缓的影响；社会消费品零售总额增速也出现了下滑。2016 年海宁市进出口总额为 59.58 亿美元，较上年大幅回升。从出口市场情况看，对马来西亚和印度出口增长较快，分别增长 225.9%和 83.8%。在出口产品中，机电高新产品出口增长 43.1%，高新技术产品出口增长 355.1%。2016 年海宁市社会存贷款余额均继续保持增长。

2016 年海宁市公共财政收入稳定增长，政府性基金收入大幅增长，但需要关注其稳定性

当前海宁市经济基础较好，经济保持发展，其皮革、纺织等主导产业具有较大竞争优势，坚实的经济基础将促进海宁市公共财政收入稳定增长。2016 年海宁市地方综合财力为 139.29 亿元，同比增长 22.39%，主要是政府性基金收入大幅增长所致。2016 年海宁市地方综合财力中公共财政收入、政府性基金收入和上级补助收入分别占 51.69%、37.25%和 11.06%。其中，2016 年海宁市公共财政收入 72.00 亿元，较上年增长了 4.17%。2016 年海宁市税收收入增长放缓，但其在 2016 年海宁市公共财政收入中占比为 91.53%，海宁市公共财政收入的质量仍然很好。

海宁市政府性基金收入绝大部分为国有土地使用权出让收入，由于土地出让增多，2016 年海宁市政府性基金收入较上年大幅增长 103.97%，达到 51.89 亿元。近年来受到土地市场波动和国家房地产政策而影响，海宁市政府性基金收入波动较大，未来需持续关注。

从财政支出看，2016年海宁市公共财政支出为78.09亿元，同比增长2.00%。海宁市公共财政支出主要用于教育、社会保障、医疗卫生、农林水利和城乡社区事务，刚性支出比例较大。2016年海宁市财政自给率为92.20%，较上年有所上升，公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较好。截至2016年末海宁市政府性债务余额为98.42亿元，其中一般债务72.24亿元，专项债务26.17亿元，负债程度尚可。

表3 2015-2016年海宁市主要财政指标（单位：亿元）

项目	2016年	2015年
地方综合财力=（一）+（二）+（三）	139.29	113.81
（一）公共财政收入	72.00	69.12
其中：税收收入	65.90	64.35
非税收入	6.10	4.78
（二）上级补助收入	15.40	19.25
其中：返还性收入	2.96	5.96
一般性转移支付收入	5.45	5.34
专项转移支付收入	7.00	7.95
（三）政府性基金收入	51.89	25.44
其中：国有土地所有权出让收入	40.91	20.08
财政支出=（一）+（二）	129.51	106.33
（一）公共财政支出	78.09	76.56
（二）政府性基金支出	51.42	29.76
财政自给率	92.20%	90.28%

注：财政自给率=公共财政收入/公共财政支出

资料来源：海宁市财政局

受原材料涨价和环保新规的影响，2016年皮革行业经营压力进一步加大；销售和出口增速放缓，对皮革市场招商和提租构成一定影响

2016年，中国皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业（以下简称“皮革主体行业”）整体上维持了与上年相近的规模。根据WIND资讯数据，2016年全国规模以上皮革主体行业完成销售收入1.51万亿元，同比增长3.69%，增速回落3.74个百分点，全国规模以上皮革主体行业2016年实现利润总额912.50亿元，同比下降2.43%。皮革主体行业当前主要受到原料涨价的影响，原料皮价格出现了较大幅度的增长，导致皮革主体行业的产品毛利率持续走低；此外，2015年4月16日，国务院发布了《水污染防治行动计划》，对于皮革企业的氮氨排放量规定更加严格，该计划促使皮革企业改进其水循环系统，提升了企业的运营成本。从行业景气指数来看，2016年全年皮革主体行业景气指数处于较低的区间。

受到人民币升值以及劳动力成本提升等因素的影响，我国皮革主体行业国际竞争力不

断弱化，订单开始向周边地区转移，这些均影响出口增速放慢。根据国家统计局的数据，2016年1-12月，皮革鞣制加工累计出口交货值88.1亿元，同比下降22.4%，行业产销率98%，较2015年同期提高0.2个百分点；皮革制品制造累计出口交货值912.3亿元，同比下降0.3%，行业产销率98.2%，较2015年同期下降0.4个百分点。

海宁是国内皮革之都，集聚了4,000多家皮革生产企业，其经营的海宁皮革城是目前全球最具规模的皮革专业市场。海宁皮革城每年开展皮革博览会、原辅料展和皮革裘皮服装趋势发布会等，相比同处浙江的桐乡、余姚等皮革城或裘皮城具有明显优势。但近年皮革行业整体压力上升，尤其是2016年需求市场表现欠佳，对皮革市场招商和租金一定影响。

四、经营与竞争

公司是海宁市重要的国有资产经营平台，收入主要来自海宁皮城经营的商铺租赁业务、物业管理业务和商品业务，城投集团经营的房屋销售业务以及钱江生化经营的生物制品业务等。由于房屋销售收入大幅增长，2016年公司实现营业收入49.58亿元，同比增长12.96%。其中，商铺租赁和物业管理收入共计13.16亿元，同比下滑6.17%；房屋销售收入13.33亿元，同比大幅增长62.58%，三项业务合计在公司2016年营业收入中占比53.43%。毛利率方面，由于2016年商铺租赁等业务毛利率下滑，公司综合毛利率由上年的35.29%下降至29.71%。

表4 公司营业收入结构及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商铺租赁	85,712.42	65.92%	102,200.31	78.22%
房屋销售	133,294.82	27.59%	81,985.67	15.36%
物业管理	45,984.00	79.08%	47,566.43	77.28%
商品销售	39,132.69	5.89%	39,231.60	3.41%
生物制品业	28,900.31	24.70%	30,912.09	23.32%
土地整理收入	43,235.58	-1.06%	28,224.58	0.25%
燃气收入	21,158.04	0.05%	22,082.91	-0.21%
水费收入	21,975.84	-16.45%	20,991.12	-7.42%
污水处理收入	1,597.04	-1395.26%	18,064.88	-18.88%
其他	74,787.99	46.18%	47,644.19	46.20%
合计	495,778.73	29.71%	438,903.78	35.29%

注：商铺租赁和物业管理两项收入在海宁皮城年报中披露为“商铺租赁及物业管理”，其他收入包括给排水施工、热电、酒店、汽车培训等业务收入；商铺租赁与物业管理收入在海宁皮城个别财务报告中合并计算

资料来源：公司提供

2016年由于本部六期批发中心的落成和成功招商，海宁皮城营业收入大幅增加；但由于原有市场商铺的租赁单价局部下调，海宁皮城商铺租赁和物业管理收入下滑

公司子公司海宁皮城主营皮革专业市场的开发、租赁和服务，海宁中国皮革城是中国最具影响力的皮革专业市场。海宁皮城凭借其厂商客户资源、厂商直销的商品价格优势不断建立连锁市场、扩大企业规模。目前公司已开业市场有海宁总部市场、江苏沭阳、辽宁佟二堡、河南新乡、四川成都、湖北武汉、黑龙江哈尔滨、新疆乌鲁木齐、山东济南以及温州大厦原辅料中心，截至2016年末郑州海宁皮革城已完工但尚未开始出租和销售。由于商铺及配套物业销售建成招商带来的商铺及配套物业销售业务回升，2016年海宁皮城实现营业收入21.69亿元，同比增长18.09%。

表5 海宁皮城 2015-2016 年营业收入结构（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
商铺租赁	85,712.42	65.92%	102,200.31	78.22%
物业管理	45,984.00	79.08%	47,566.43	77.28%
商品销售	39,132.69	5.89%	33,584.23	3.43%
酒店服务	2,932.49	20.96%	3,390.23	31.98%
商铺及配套物业销售	30,958.46	81.55%	2,764.22	66.09%
住宅开发销售	4,774.84	72.32%	2,566.61	72.60%
其他业务	7,475.49	44.34%	1,084.40	95.82%
合计	216,894.96	59.14%	183,666.67	63.73%

资料来源：海宁皮城2016年度报告，鹏元整理

物业租赁方面，2016年海宁本部六期批发中心成功招商并顺利开业，其出租部分增加了海宁皮城可出租商铺的面积，海宁皮城出租商铺面积由上年的145.43万平方米增至152.98万平方米。但为应对宏观经济下滑以及行业的不景气，2016年原有市场商铺的租赁单价局部下调，因此海宁皮城物业租赁及管理收入均有所下滑，合计为13.16亿元，同比下降6.17%。受到商铺租赁均价影响，海宁皮城商铺租赁毛利率也由上年的78.22%下降为65.92%。

表6 海宁皮城物业租赁情况

项目名称	2016年	2015年
可出租商铺面积（万平方米）	152.98	145.43
已出租商铺面积（万平方米）	152.98	145.43
商铺租赁收入（万元）	129,717.87	138,465.68
可出租出口加工区厂房面积（万平方米）	11.35	11.35
已出租出口加工区厂房面积（万平方米）	11.35	11.35
出口加工区厂房租赁收入（万元）	1,903.12	1,811.30
租赁收入合计（万元）	131,620.99	140,276.98

资料来源：公司提供

2016年，海宁本部六期批发中心共计销售商铺并结转1.51万平方米，海宁皮城新建市场一般销售其合计面积的10%，其余用于租赁。海宁皮城当年实现商铺销售收入3.10亿元，相比上年大幅增长。

表7 海宁皮城物业销售结算情况（单位：万平方米、万元）

项目	2016年		2015年	
	结算面积	结算收入	结算面积	结算收入
商铺及配套物业销售	1.51	30,958.46	0.35	2,764.22
其中：商铺销售	1.51	30,958.46	0.35	2,764.22
综合商务楼销售			-	-
住宅开发销售			0.16	2,566.61
合计	1.51	30,958.46	0.51	5,330.83

资料来源：公司提供

2016年以来海宁皮城建设连锁市场的进度有所放缓，截至2016年末主要在建项目包括皮革城海宁皮革时尚小镇创意核心区一期工程区一期工程。在建项目预计总投资规模12亿元，未来尚需投入资金7.69亿元。公司已开始将建设连锁市场的“重资产”模式转换为参股、取得运营权等“轻资产”模式。

表8 截至2016年末海宁皮城主要在建拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	已投资	预计投入运营时间
海宁皮革时尚小镇创意核心区一期工程区一期工程	12	4.31	2019年

资料来源：公司提供

公司商业贸易主要来自海宁皮城的子公司海宁中国皮革城进出口有限公司（以下简称“进出口公司”）。进出口公司负责海宁皮城全部进出口业务，其主要从事各类商品及技术的进出口业务，旨在为海宁中国皮革城市场商户提供进出口配套服务。2016年公司商品销售收入增长了16.52%，主要系因为进出口公司成功入选外贸综合服务企业，进口业务增长幅度较大所致。

商品销售业务分为自营、代理两种形式，其中：自营业务是进出口公司自己询盘、接单，与购买方签订《购货合同》之后，自己向工厂下单，安排生产，进出口公司收取买卖货物的价差；代理业务是生产企业和境外购买方谈妥《购货合同》之后，委托进出口公司办理相关的进出口手续，进出口公司向委托方收取代理费，不承担进出口业务的交易风险。

进出口公司主要采用代理方式，2016年通过代理形式实现的商品销售收入超过95%。进出口公司的进出口业务以出口为主，约占进出口业务总收入99%左右，主要来源于纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品的出口；进口业务所占比重较小，约占进出口业务总收入1%左右。公司主要客户来自阿拉伯联合酋长国、沙特阿拉伯、中国香港和韩国。

2016年钱江生化生物制品业务收入下滑，但毛利率有所提升，热电行业营业收入也有所增加

公司生物制药主要由子公司钱江生化经营，产品包括农药、兽药、医药中间体等。2016年钱江生化实现营业收入4.44亿元，比去年同期减少了6.31%。钱江生化生物制品主要包括农药、兽药和化合物T，热电行业主要是对外供热（蒸汽）和供电。2016年生物制品业实现销售收入2.89亿元，同比减少6.51%，其中农药2016年实现收入24,316.76万元，较上年同期减少434.74万元，主要系销售量减少及价格下降所致；兽药2016年实现销售收入3,751.8万元，较上年同期减少374.55万元，其中主要是硫酸黏菌素销量下降；化合物T2016年实现销售收入831.7万元，较上年同期减少1,202.49万元，主要是该产品市场价格波动以及销量减少所致。总体来看，公司生物制品业2016年毛利率较上年提高了3.04个百分点，主要原因是原材料价格下降，生产水平有所提高

2016年钱江生化热电行业实现对外销售收入1.22亿元，相比上年增加14.76%，主要系新增客户及用汽量增加所致，热电行业毛利率为29.76%，较上年下降4.47个百分点，主要系成本随煤炭价格上涨而上升所致。

表9 钱江生化营业收入结构（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
生物制品	28,900.31	24.70%	30,912.09	21.66%
热电行业	12,203.62	29.76%	10,634.16	34.23%
房地产业	2,837.28	47.57%	5,249.79	21.18%
其他	466.90	70.98%	605.96	43.45%
小计	44,408.11	27.59%	47,402.00	24.71%

资料来源：钱江生化2015-2016年报，鹏元整理

由于土地整理收入大幅增长，城投集团收入也实现了较大幅度增长

城投集团是海宁市从事基础设施投资开发、土地整理和保障房建设业务的投资主体，业务范围主要涉及房地产销售（含保障房销售和商品房销售）、土地整理、代建、燃气销售、物业管理等。城投集团营业收入主要来自房地产销售、土地整理收入和燃气销售收入，2016年实现营业收入21.23亿元，相比上年增加65.19%，主要是土地整理业务收入大幅增加所致。

表10 城投集团营业收入结构（单位：万元）

项 目	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售	65,045.64	6.41%	68,376.19	7.69%
其中：保障安置房销售	37,822.35	-10.08%	42,581.57	5.88%
商品房销售	27,223.29	29.32%	25,794.62	10.68%
土地整理	43,235.58	-1.06%	28,224.58	0.25%
燃气销售	21,158.04	0.05%	22,082.91	-0.21%
其他	17,823.07	48.54%	9,838.08	71.00%
合计	212,307.97	8.4%	128,521.76	9.55%

注：其他收入包括给租赁、物业管理和客房等业务收入。

资料来源：城投集团审计报告，鹏元整理

根据海宁市人民政府文件《关于进一步完善国有土地使用权出让收入分配政策的通知》（海政发【2011】19号），城市规划控制区55平方公里范围内，扣除海宁经济开发区、马桥街道、市制定用途部分后（东至08省道、南至环城河道、西至丁屠公路、北至铁路约43.6平方公里范围内）出让土地的净收益，每年市财政留用2亿元后全额安排给城投集团，用于土地收储和城市基础设施建设、安置房及相关社会事业项目的开发建设。

城投集团负责前期土地整理开发投入，待土地出让后海宁市财政局将土地整理包干费用（土地整理收入，以覆盖投入成本为原则）返还给公司，另外政府会以财政资金注入形式额外给予城投集团部分土地出让收益，该部分资金在资本公积科目体现。2016年城投集团土地整理面积384亩，土地出让面积715亩，截至2016年末城投集团已整理可出让土地面积6,598.3亩。2016年公司获得的土地整理收入为4.32亿元，相比上年大幅增长53.18%，主要是在2016年海宁市调整了土地供给计划，增加了土地供给。从毛利率来看，土地整理业务毛利率较低，盈利能力不强。

表11 城投集团土地出让业务情况

项目	2016 年	2015 年
土地整理面积（亩）	384.0	1,412.0
土地出让面积（亩）	715.0	376.0
期末可出让土地面积（亩）	6,598.3	9,167.0
土地整理收入（万元）	43,235.6	28,224.6

资料来源：公司提供

截至2016年末，公司整理中的主要地块有23宗，截至2016年末已投资12.98亿元，尚需投资32.84亿元。根据海宁市的规划，2017-2021年公司拟出售地块约3,335.6亩。

表12 截至2016年末公司在整理的主要土地情况（单位：万元、亩）

地块	总投资	截至2016年底已投	剩余毛地面积
高丰村区块拆迁项目	47,448.59	31,039.47	812.00
长田村区块拆迁项目	82,643.95	4,162.70	1,655.50
伊桥村区块拆迁项目	41,750.53	13,702.21	725.40
农丰社区区块拆迁项	20,707.27	12,796.71	257.50
双凤村区块拆迁项目	69,978.43	7,843.94	1,840.88
民和村区块拆迁项目	58,427.26	3,129.65	1,112.87
东长村区块拆迁项目	16,978.07	5,081.46	863.92
联和村区块拆迁项目	35,108.97	10,252.61	1,328.17
西环村区块拆迁项目	11,164.15	19,991.88	1,667.02
群利社区区块拆迁项	9,070.25	10,219.93	179.60
荷叶村区块拆迁项目	31,125.47	5,325.61	1,328.83
永丰村区块拆迁项目	23,711.16	6,215.77	947.87
合计	448,114.10	129,761.94	12,719.56

注：部分地块截至2016年末已投资总额超出计划总投资

资料来源：公司提供

城投集团保障安置房建设土地通过招拍挂取得，销售价格实行分档计价、合理补偿。根据海宁市政府的有关规定，2013年起海宁城区的安置方式为货币补偿或房产权调换，改建地段或就近地段安置时原面积部分按安置房市场价80%计价，超原面积50%（含）以内部分按安置房市场价85%计价，超原面积50%以上部分按安置房市场价计价。在保障安置房销售收入和成本的确认方面，公司按照房屋交付节点分期确认收入，在整个项目结束决算后确认成本，从而导致公司安置房收入成本的不配比。2016年城投集团未完成新的拆迁，保障安置房新开工面积15.26万平方米，当年竣工面积89.14万平方米，安置房销售收入下降至3.78亿元。城投集团后续开工计划在稳步实施中，截至2016年末，公司在建、拟建安置房预计总投资29.86亿元，未来仍需投资11.08亿元，作为海宁市主要从事安置房建设的企业，公司安置房业务收入仍具有一定的持续性，但面临一定的资金压力。截至2016年末，本期债券募投项目已完工并按约定确认收入。

表13 公司2015-2016年安置房建设和销售情况

项目	2016年	2015年
安置房新开工面积（万平方米）	15.26	37.80
安置房竣工面积（万平方米）	89.14	22.14
安置房销售收入（万元）	37,822.35	42,581.57

资料来源：公司提供

表14 截至2016年末公司在建、拟建安置房情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资额	预计工期
长田区块安置房	24,996	2,396	2012.10.28-2017.12.31
民和三期安置房	41,567	38,989	2014.1.1-2017.6.1
双凤二期安置房	94,348	51,352	2013.3.1-2018.6.30
伊桥二期安置房	102,532	69,890	2012.12.27-2018.12.30
农丰安置房	25,170	23,400	2014.8.1-2017.12.31
荷叶村安置房	10,000	1,750	2014.7.25-2017.12.31
合计	298,613	187,777	

资料来源：公司提供

另外，城投集团负责海宁市管道天然气的供应、城市供气管网建设和运营，其燃气收入主要由天然气高压管道运输收入和天然气销售收入构成，2016年实现燃气销售收入2.12亿元，相比上年减少4.12%。该项业务毛利率较低，主要是浙江省物价局调低管道运输价格标准值较低所致。

截至2016年末公司在建保障安置房、城市基础设施工程、交通道路工程、供排水工程和社会事业工程项目较多，存在一定的资金压力

公司通过子公司城投集团、海宁市交通投资集团有限公司（以下简称“交投集团”）和海宁市社会发展建设投资集团有限公司（以下简称“社发集团”）承担海宁市城市基础设施、旧城改造、土地收储、城市规划范围内的土地拆迁及安置房建设、交通基础设施等重大项目的投资、建设和运营等任务。其中城投集团主要负责海宁市内43.60平方公里基础设施的投资、开发与建设，市区内土地出让金净收益的60.00%，由市财政安排给城投集团，用于海宁市城市基础设施的建设。交投集团主要负责海宁市交通类基础设施的投资、开发与建设。海宁市财政每年安排的交通建设专项资金不少于1.20亿元，且全市县道以上公路（含县道）全线及沿路两侧各50.00米范围内的广告发布、广告设置和建设均由交投集团统一规划、开发、经营和管理，广告资源有偿使用费全额用于交通建设。社发集团主要承担海宁市社会事业发展类的工程，如图书馆、青少年宫等的工程建设。2016年交投集团和社发集团分别实现收入1,872万元与3,081万元。公司子公司海宁市水务投资集团有限公司（以下简称“水务集团”）主要负责海宁市城市供水、排水以及污水处理业务。2016年水务集团供排水能力无变化，自来水及污水处理业务均按物价局标准收费，保持相对稳定。水费业务亏损主要系供水成本增加所致，污水处理业务则亏损较大。

整体来看，截至2016年末公司在建保障安置房、城市基础设施工程、土地整理、交通道路工程、供排水工程和社会事业工程项目较多，加上前述皮革城、商品房等项目总计未来仍需投入资金51.61亿元，公司存在一定的资金压力。

2016年海宁市政府继续给予公司大力支持

为了保障公司的可持续发展，2016年地方政府继续给予公司大力支持，主要体现在资本公积和财政补贴方面。根据海财发〔2015〕12号文和海财会〔2016〕81号文等文件，公司合计收到政府各类形式的资金、资产划入13.70亿元，计入资本公积。此外，海宁市财政局海财会〔2016〕81-90号文，公司及下属子公司于2016年收到的与收益相关的补贴收入合计12.26亿元。当地政府对公司的支持提升了公司的资本实力和盈利能力。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。2016年公司合并范围内新增12家子公司，减少5家子公司。其中，2016年交投集团吸收合并了海宁市交通资产投资经营有限责任公司和海宁市环通开发有限公司，合并完成后两家公司依法予以注销，其全部资产、债权、债务、人员和业务由交投集团依法继承。

财务分析

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，其他应收款和存货占比较大，但公司持有的上市公司股权增强了公司财务弹性，资产整体质量较好

由于海宁市政府对公司及子公司划入资金以及子公司在资本市场上募集资金，2016年末公司总资产达到769.80亿元，较上年末增长了9.60%。2016年末公司资产中流动资产占56.92%，占比较上年有所增加。

截至2016年末，公司流动资产主要是货币资金、其他应收款和存货。2016年末公司货币资金规模为66.28亿元，规模较上年变动不大，公司货币资金中使用受限资金规模为6.15亿元，占比为9.28%，主要是质押的定期存单及保证金等。公司其他应收款为104.28亿元，较上年增加10.97%，主要是往来款规模增长所致，2016年末公司往来款账面余额占其他应收款余额的95.71%。其中公司应收海宁市财政局的款项为27.95亿元，占公司2016年末其他应收款余额的26.53%，此外公司主要的其他应收款欠款方包括海宁市财政局、海宁市土地收储中心和海宁盐官百里钱塘观潮景区管理委员会等。公司部分其他应收款账龄较长，存在一定回收风险，公司2016年末其他应收款累计计提坏账准备1.07亿元，

其中 2016 年计提 0.09 亿元。公司存货主要是公司开发产品及开发成本，即可供出售的房屋和土地。截至 2016 年末存货规模为 226.13 亿元，较 2015 年增长 15.71%，主要是子公司城投集团新开工 15.26 万平方米的安置房项目，以及海宁皮城开工的海宁皮革时尚小镇创意核心区一期工程所致。截至 2016 年末公司存货中有 4.67 亿元土地已用于抵押，占公司 2016 年存货账面价值的 2.07%。

2016 年末公司非流动资产主要为可供出售金融资产、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产。2016 年公司可供出售金融资产和长期股权投资分别为 40.55 亿元和 22.03 亿元，分别较上年末增长 0.11% 和 25.10%，其中公司长期股权投资大幅增长主要为公司权益法核算的投资产生了 1.33 亿元投资收益，此外公司重要联营企业嘉兴市嘉绍高速公路投资开发有限责任公司收到股东资本金划入 4.30 亿元。2016 年投资性房地产账面价值为 72.93 亿元，同比增长 28.75%，新增部分主要是公司从存货转入的皮革城六期工程。固定资产主要为房屋建筑物及城建市政资产、机器设备等。在建工程主要为市政工程（包括安置房及拆迁工程）、水利工程、交通工程、污水处理工程等，2016 年末在建工程较上年减少 2.79%。其他非流动资产主要为政府拨入的非经营性相关资产，近年公司逐渐剥离该部分资产。截至 2016 年末公司所有权或使用权受到限制的资产合计为 24.03 亿元，占公司资产总额的 3.12%，公司资产受限比例不大。

截至 2016 年末，公司资产规模稳定增长，其他应收款和存货占比较大，但公司持有的上市公司股权增强了公司财务弹性，资产整体质量较好。

表15 公司 2015-2016 年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	662,776.47	8.61%	651,977.13	9.28%
其他应收款	1,042,833.70	13.55%	939,708.14	13.38%
存货	2,261,338.28	29.38%	1,954,286.69	27.82%
流动资产合计	4,381,965.74	56.92%	3,847,493.76	54.78%
可供出售金融资产	405,544.92	5.27%	405,101.72	5.77%
长期股权投资	220,297.87	2.86%	176,095.00	2.51%
投资性房地产	729,250.01	9.47%	566,400.74	8.06%
固定资产	573,008.78	7.44%	564,009.93	8.03%
在建工程	1,004,769.02	13.05%	1,033,604.41	14.72%
其他非流动资产	189,369.88	2.46%	212,239.91	3.02%
非流动资产合计	3,316,032.08	43.08%	3,176,159.63	45.22%
资产总计	7,697,997.81	100.00%	7,023,653.39	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年公司营业收入规模增加，但综合毛利率持续下降，持续出现营业亏损，公司盈利主要来自政府补助

由于商铺租赁、房屋销售和土地整理等业务收入大幅增长，2016年公司营业总收入增长为49.73亿元，相比2015年增长13.10%。由于公司调低了部分商铺的租金导致业务毛利率下滑，2016年公司综合毛利率为29.71%，较2015年下降5.58个百分点。公司毛利率下滑，而公司总体费用水平较上年变动不大，且公司资产减值准备规模扩大，以致公司营业亏损扩大到1.21亿元。由于公司承担了大量的城市基础设施建设、土地征迁、污水处理等任务，因此获得了较大规模的财政补贴，2016年政府补助金额13.42亿元，实现利润总额为10.38亿元。

表16 公司2015-2016年主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2016年	2015年
营业总收入	497,270.75	439,661.38
营业利润	-12,092.41	-3,843.53
政府补助	134,208.68	108,133.32
利润总额	103,764.96	101,344.37
净利润	80,554.71	78,947.12
综合毛利率	29.71%	35.29%

资料来源：公司2015-2016年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流转为净流入，尽管投资活动现金流出有所下降，但公司仍有较大的投资缺口和融资需求

2016年公司收现比为1.04，获现能力仍然较好；由于公司营业收入有所增长，公司销售商品、提供劳务的现金流也达到51.48亿元，同比增长9.91%，由于公司对在建工程的投入增多，公司购买商品、接受劳务支付的现金也较上年增长了44.36%。公司是海宁市重要的国有资产运营主体，与当地政府下属单位资金往来频繁，但2016年公司流出的往来资金规模大幅减少至35.90亿元，同比减少49.78%，因而公司经营活动净现金流转为净流入9.68亿元。

公司2016年投资活动现金净流出36.85亿元，同比增加24.94%。主要是2016年城投集团在保障房建设以及地基础设施的新建规模都有所扩大，且支付资金拆借款及保证金较上年大幅增多所致。截至2016年末公司在建、拟建项目未来仍需投资51.61亿元，仍有一定

的资金需求。

公司经营活动现金流不能弥补投资活动资金缺口，仍需筹资活动缓解资金压力，2016年公司筹资活动现金流净额为30.90亿元，较上年规模有所降低，主要是公司偿还债务支付的现金流出规模大幅增长所致。

表17 公司 2015-2016 年现金流量情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.04	1.07
销售商品、提供劳务收到的现金	514,837.72	468,408.34
收到其他与经营活动有关的现金	1,343,847.21	876,666.64
经营活动现金流入小计	1,864,138.76	1,356,537.08
购买商品、接受劳务支付的现金	472,620.76	327,393.16
支付其他与经营活动有关的现金	1,195,711.70	954,181.17
经营活动现金流出小计	1,767,384.13	1,396,658.93
经营活动产生的现金流量净额	96,754.62	-40,121.85
投资活动产生的现金流量净额	-368,529.39	-294,976.86
筹资活动产生的现金流量净额	309,026.82	380,174.01
现金及现金等价物净增加额	37,486.15	44,963.12

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016 年公司所有者权益规模大幅增长，负债率略有下降，但有息债务规模较大，仍存在较大的偿付压力

2016 年由于海宁皮城定向增发募集资金，且公司及子公司获得政府多项财政拨款计入资本公积，期末所有者权益增至 326.41 亿元，同比增长 15.53%。但随着公司加大债券融资规模，期末负债总额增至 443.39 亿元，同比增长 5.61%。由于所有者权益大幅增长，公司产权比率由 2015 年的 148.58%降为 2016 年的 135.84%。

表18 2015-2016 年公司资本结构（单位：万元）

指标名称	2016 年	2015 年
负债合计	4,433,858.06	4,198,183.29
所有者权益合计	3,264,139.75	2,825,470.11
产权比率	135.84%	148.58%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

2016年末公司流动负债达到170.99亿元，占公司总负债的38.56%。公司流动负债主要为应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债。公司2016年末短期借款规模为8.01亿元，与上年基本持平。公司应付账款2016年末为34.45亿元，同比减少了13.41%，主要是公司结算了部分工程的款项所致。公司预收款项主要为海宁皮城商铺租金

预缴，以及房地产项目预缴订金，公司商铺租金一般全额预收，房产销售预收比例在50%左右。公司其他应付款主要为往来款，2016年末达到54.22亿元，与上年基本持平。公司一年内到期的非流动负债为29.77亿元，其中一年内到期的长期借款为15.77亿元，一年内到期的应付债券14亿元。2016年末公司其他流动负债为19.38亿元，较上年大幅增长52.32%，主要是公司2016年末短期融资券较上年末增长6亿元，达到15亿元。

表19 公司 2015-2016 年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	80,100.90	1.81%	86,755.04	2.07%
应付账款	344,479.99	7.77%	397,825.06	9.48%
预收款项	181,219.68	4.09%	135,465.30	3.23%
其他应付款	542,156.93	12.23%	540,629.84	12.88%
一年内到期的非流动负债	297,675.16	6.71%	362,951.81	8.65%
其他流动负债	193,811.67	4.37%	127,240.99	3.03%
流动负债合计	1,709,852.23	38.56%	1,723,922.60	41.06%
长期借款	860,493.14	19.41%	1,141,489.25	27.19%
应付债券	1,152,196.52	25.99%	1,067,096.50	25.42%
长期应付款	533,258.82	12.03%	107,603.48	2.56%
非流动负债合计	2,724,005.84	61.44%	2,474,260.68	58.94%
负债合计	4,433,858.06	100.00%	4,198,183.29	100.00%
有息债务	3,078,641.06	69.43%	2,861,007.49	68.15%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

公司的长期负债主要是长期借款、应付债券和长期应付款。2016 年末公司长期借款为 86.05 亿元，期末余额同比减少 24.62%，主要系抵押借款大幅减少所致。截至 2016 年末，公司应付债券 115.22 亿元，同比增长了 7.97%，公司 2016 年发行了 16 海宁资产 PPN001、16 海资 01、16 年非公开发行公司债和 16 海宁城投定向债，合计募集资金 30 亿元。公司 2016 年末长期应付款为 54.44 亿元，同比大幅增长，主要是债务置换所形成。

表20 截至 2016 年末公司应付债券情况（单位：万元）

债券名称	发行日期	期限	发行金额	期初数	期末数
11 海宁债	2011/9/20	7 年	150,000.00	149,731.00	105,000.00
12 年海宁中期票据	2012/12/14	5 年	100,000.00	100,000.00	-
13 海宁债	2013/3/6	7 年	150,000.00	149,163.00	119,363.00
14 招商银行中期票据	2014/9/24	5 年	100,000.00	100,000.00	100,000.00
14 中信银行定向债	2014/7/17	3 年	100,000.00	98,950.00	99,250.00
14 海宁城投债	2014/10/22	7 年	130,000.00	129,252.50	130,000.00
14 海宁皮革 MTN001	2014/3/27	3 年	20,000.00	20,000.00	-

14 海宁皮革 MTN001	2014/9/17	3 年	20,000.00	20,000.00	-
中期票据	2015/11/24	5 年	100,000.00	100,000.00	100,000.00
15 海宁城投定向债	2015/12/1	3 年	50,000.00	50,000.00	50,000.00
2015 海宁资产 PPN001	2015/6/19	5 年	50,000.00	50,000.00	50,000.00
2015 海宁资产 PPN002	2015/7/24	5 年	50,000.00	50,000.00	50,000.00
2015 海宁资产 PPN003	2015/12/9	5 年	50,000.00	50,000.00	50,000.00
16 海宁资产 PPN001	2016/4/18	5 年	50,000.00	-	49,341.25
16 海资 01	2016/8/17	5 年	100,000.00	-	99,242.27
16 年非公开发行公司债	2016/7/5	5 年	100,000.00	-	100,000.00
16 海宁城投定向债	2016/11/18	3 年	50,000.00	-	50,000.00
合计			1,370,000.00	1,067,096.50	1,152,196.52

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务规模较大，截至 2016 年末为 307.86 亿元，较上年增长了 7.61%，占全部负债总额的比重为 69.43%，公司面临的偿债压力仍然较大。

从偿债指标来看，由于公司所有者权益规模增幅较大，公司资产负债率降至 57.60%。随着流动资产规模的增大，公司流动比率和速动比率也较上年有所提高，分别为 2.56 和 1.24。由于利润总额变动不大，公司 EBITDA 水平与上年基本持平，但公司利息支出持续增长，因而公司 EBITDA 对利息的保障能力有所下滑。公司拥有较大规模的上市公司股权及土地等资产，财务弹性较大，对债务偿还形成了较好保障，但有息债务规模较大，公司仍存在较大的偿债压力。

表21 公司 2015-2016 年偿债能力指标

指标名称	2016 年	2015 年
资产负债率	57.60%	59.77%
流动比率	2.56	2.23
速动比率	1.24	1.10
EBITDA（万元）	271,545.07	262,252.22
EBITDA 利息保障倍数	1.89	2.29
有息债务/EBITDA	11.34	10.91

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

截至2016年末，公司对外担保金额总计163.58亿元（见附录六），占2016年末公司所有者权益的50.11%。担保对象主要为海宁市政府下属公司及关联单位，公司对外担保涉及金额较大，一旦被担保单位经营出现困难，公司将面临一定代偿风险。

七、评级结论

2016年海宁市经济实力较强，且保持较快增长，带动了公共财政收入稳步增长，海宁市公共财政收入对公共财政支出的覆盖程度较好，自给能力较强；公司持有海宁皮城和钱江生化两家上市公司的股权，分别为第一大股东，提供了较好的财务弹性；公司经营商铺租赁和出售、安置房和基础设施建设、生物制品业务等，业务较多元化；2016年，海宁市政府继续在财政拨款和政府补助方面继续给予公司大力支持。

同时，鹏元也关注到了近年来海宁市政府性基金收入波动较大，易受土地市场波动影响；近年来宏观经济下行，皮革主体行业增长放缓，作为应对海宁皮城降低了部分商铺租金，造成了商铺租赁和物业管理收入下滑；公司在建项目规模较大，存在一定的资金压力；有息债务规模仍然较大，在总负债中占比较高，偿付压力较大；公司对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
货币资金	662,776.47	651,977.13	603,460.24
应收票据	2,754.66	3,293.68	1,886.58
应收账款	37,338.46	31,390.38	47,293.45
预付款项	186,496.00	173,485.85	163,441.60
应收利息	32,722.30	14,797.45	11,938.41
其他应收款	1,042,833.70	939,708.14	835,085.73
应收股利	5,568.00	6,400.00	6,949.15
存货	2,261,338.28	1,954,286.69	1,431,949.90
划分为持有待售的资产	3,386.18	3,386.18	3,386.18
一年内到期的非流动资产	-	5,000.00	-
其他流动资产	146,751.68	63,768.25	105,023.21
流动资产合计	4,381,965.74	3,847,493.76	3,210,414.45
发放贷款及垫款	785.00	1,100.00	600.00
可供出售金融资产	405,544.92	405,101.72	393,815.62
持有至到期投资	-	-	-
长期应收款	128,156.40	161,156.40	169,173.36
长期股权投资	220,297.87	176,095.00	157,414.14
投资性房地产	729,250.01	566,400.74	459,499.59
固定资产	573,008.78	564,009.93	519,378.45
在建工程	1,004,769.02	1,033,604.41	877,426.91
工程物资	226.39	260.63	280.59
固定资产清理	-	-	-
无形资产	43,246.55	37,472.35	41,088.28
长期待摊费用	8,974.24	8,225.94	7,666.18
递延所得税资产	12,403.01	10,492.59	10,351.84
其他非流动资产	189,369.88	212,239.91	170,241.83
非流动资产合计	3,316,032.08	3,176,159.63	2,806,936.79
资产总计	7,697,997.81	7,023,653.39	6,017,351.24
短期借款	80,100.90	86,755.04	176,977.07
应付票据	4,916.52	5,111.41	5,786.36
应付账款	344,479.99	397,825.06	323,353.28
预收款项	181,219.68	135,465.30	160,715.35
应付职工薪酬	6,160.29	4,722.19	3,124.67
应交税费	24,598.21	24,820.83	49,863.93
应付利息	32,113.24	36,178.03	36,455.95
应付股利	39.00	39.00	39.00
其他应付款	542,156.93	540,629.84	567,920.24

保险合同准备金	2,580.63	2,183.10	1,323.36
一年内到期的非流动负债	297,675.16	362,951.81	117,873.72
其他流动负债	193,811.67	127,240.99	37,707.12
流动负债合计	1,709,852.23	1,723,922.60	1,481,140.05
长期借款	860,493.14	1,141,489.25	914,116.79
应付债券	1,152,196.52	1,067,096.50	918,500.34
长期应付款	533,258.82	107,603.48	7,737.46
长期应付职工薪酬	2,831.71	3,313.81	3,859.72
专项应付款	115,605.22	94,430.77	63,379.70
递延所得税负债	64.32	67.03	69.74
递延收益	59,556.11	60,259.83	52,937.77
非流动负债合计	2,724,005.84	2,474,260.68	1,960,601.52
负债合计	4,433,858.06	4,198,183.29	3,441,741.57
实收资本(或股本)	200,000.00	200,000.00	200,000.00
资本公积	2,064,985.70	1,930,759.84	1,790,645.49
其它综合收益	-19.35	-23.06	-19.51
盈余公积	9,353.36	7,154.24	5,612.72
未分配利润	416,100.46	363,258.97	320,841.99
归属于母公司所有者权益合计	2,690,420.16	2,501,149.99	2,317,080.69
少数股东权益	573,719.59	324,320.12	258,528.97
所有者权益合计	3,264,139.75	2,825,470.11	2,575,609.67
负债和所有者权益总计	7,697,997.81	7,023,653.39	6,017,351.24

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	497,270.75	439,661.38	503,306.27
其中：营业收入	495,778.73	438,903.78	502,087.03
利息收入	53.90	76.47	136.70
已赚保费	1,219.88	1,121.94	1,034.36
手续费及佣金收入	218.24	190.38	48.18
二、营业总成本	533,469.78	465,174.14	471,807.77
其中：营业成本	348,503.81	283,998.73	306,056.39
提取保险合同准备金净额	528.14	631.19	367.73
营业税金及附加	33,525.43	25,390.65	33,446.57
销售费用	25,297.27	22,713.61	17,718.71
管理费用	45,193.11	44,302.82	39,629.12
财务费用	77,352.06	87,095.63	69,570.78
资产减值损失	3,069.95	1,672.70	5,018.49
投资收益（损失以“-”号填列）	24,106.62	21,669.24	22,057.82
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	13,268.81	10,732.34	6,293.99
三、营业利润	-12,092.41	-3,843.53	53,556.33
加：营业外收入	136,474.95	108,984.56	98,207.35
减：营业外支出	20,617.58	3,796.66	15,566.49
其中：非流动资产处置净损失	1,285.73	116.81	8,774.81
四、利润总额	103,764.96	101,344.37	136,197.19
减：所得税	23,210.25	22,397.25	34,005.76
五、净利润	80,554.71	78,947.12	102,191.43
减：少数股东损益	22,270.70	26,154.88	42,687.76
六、归属于母公司所有者的净利润	58,284.01	52,792.24	59,503.67

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
销售商品、提供劳务收到的现金	514,837.72	468,408.34	484,112.08
收到原保险合同保费取得的现金	1,089.28	1,350.49	901.12
收取利息、手续费及佣金的现金	284.30	266.85	184.88
收到的税费返还	4,080.24	9,844.76	10,596.07
收到其他与经营活动有关的现金	1,343,847.21	876,666.64	977,504.06
经营活动现金流入小计	1,864,138.76	1,356,537.08	1,473,298.21
购买商品、接受劳务支付的现金	472,620.76	327,393.16	385,336.82
支付给职工以及为职工支付的现金	37,022.84	33,672.27	31,971.50
支付的各项税费	62,028.83	81,412.33	80,493.55
支付其他与经营活动有关的现金	1,195,711.70	954,181.17	790,729.45
经营活动现金流出小计	1,767,384.13	1,396,658.93	1,288,531.31
经营活动产生的现金流量净额	96,754.62	-40,121.85	184,766.90
收回投资收到的现金	298,791.38	229,123.76	425,438.28
取得投资收益收到的现金	13,069.22	10,677.20	9,593.17
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	558.28	111.91	1,925.35
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	3,190.83	-	-
收到其他与投资活动有关的现金	102,716.74	135,213.75	132,873.67
投资活动现金流入小计	418,326.45	375,126.61	569,830.47
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	272,129.24	418,895.89	476,734.31
投资支付的现金	380,880.00	204,836.83	415,247.34
支付其他与投资活动有关的现金	133,846.60	46,370.75	85,111.17
投资活动现金流出小计	786,855.84	670,103.47	977,092.83
投资活动产生的现金流量净额	-368,529.39	-294,976.86	-407,262.36
吸收投资收到的现金	247,054.96	605.00	7,740.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	247,054.96	605.00	7,740.00
取得借款收到的现金	327,733.53	608,739.14	587,349.34
收到其他与筹资活动有关的现金	186,662.69	60,093.75	66,847.57
发行债券收到的现金	578,206.67	387,172.00	402,716.00
筹资活动现金流入小计	1,339,657.86	1,056,609.89	1,064,652.92
偿还债务支付的现金	815,995.11	449,894.72	609,942.30
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	182,373.01	173,201.06	154,885.49
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	1,861.05	5,716.15	10,702.24
支付其他与筹资活动有关的现金	32,262.92	53,340.10	33,774.37

筹资活动现金流出小计	1,030,631.04	676,435.88	798,602.17
筹资活动产生的现金流量净额	309,026.82	380,174.01	266,050.75
汇率变动对现金的影响	234.11	-112.19	96.65
现金及现金等价物净增加额	37,486.15	44,963.12	43,651.94
期初现金及现金等价物余额	563,841.28	518,878.16	475,226.21
期末现金及现金等价物余额	601,327.43	563,841.28	518,878.16

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	80,554.71	78,947.12	102,191.43
加：资产减值准备	3,457.43	1,672.70	5,018.49
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	60,019.53	49,690.30	42,818.37
无形资产摊销	4,027.89	3,326.85	655.59
长期待摊费用摊销	3,155.65	2,729.55	2,154.96
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	897.77	53.13	8,582.10
固定资产报废损失(收益以“－”号填列)	227.70		
财务费用	77,894.22	87,798.21	94,155.60
投资损失	-24,106.62	-21,673.03	-22,057.82
递延所得税资产减少	-1,910.42	-140.75	-880.73
递延所得税负债增加	-2.71	-2.71	-2.71
存货的减少	-347,575.11	-162,145.15	-120,325.73
经营性应收项目的减少	-58,297.08	-107,682.57	-846,372.23
经营性应付项目的增加	296,848.58	27,304.50	918,829.60
其他	1,563.06		
间接法-经营活动产生的现金流量净额	96,754.62	-40,121.85	184,766.90
现金的期末余额	601,327.43	563,841.28	518,878.16
减：现金的期初余额	563,841.28	518,878.16	475,226.21
间接法-现金及现金等价物净增加额	37,486.15	44,963.12	43,651.94

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2016年	2015年	2014年
有息债务（万元）	3,078,641.06	2,861,007.49	2,140,991.74
资产负债率	58%	59.77%	57.20%
产权比率	135.84%	148.58%	133.63%
流动比率	2.56	2.23	2.17
速动比率	1.24	1.10	1.20
综合毛利率	29.71%	35.29%	39.04%
EBITDA（万元）	271,545.07	262,252.22	271,745.49
EBITDA 利息保障倍数	1.89	10.91	7.88
收现比	1.04	1.07	0.96

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录五 截至2016年末公司对外担保明细（单位：万元）

被担保单位	担保借款金额	借款到期日
海宁市钱塘新农村开发有限公司	6,700.00	2017/2/1
海宁市钱塘新农村开发有限公司	4,500.00	2018/8/19
海宁市钱塘新农村开发有限公司	7,000.00	2017/9/19
海宁市城南建设开发有限公司	2,700.00	2017/10/20
海宁市城南建设开发有限公司	5,000.00	2019/11/8
海宁市斜桥新市镇建设开发有限公司	6,000.00	2017/2/3
海宁市斜桥新型城镇化建设开发有限公司	5,000.00	2017/1/11
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	800	2020/7/28
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	17,200.00	2020/7/28
海宁市盐官新市镇开发有限公司	8,000.00	2017/11/17
海宁市盐官新市镇开发有限公司	4,000.00	2018/12/18
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	23,000.00	2026/9/29
海宁市鼎青绿化投资有限公司	3,000.00	2017/1/27
海宁市鼎青绿化投资有限公司	4,000.00	2017/8/23
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	10,000.00	2021/9/1
海宁市海昌新市镇建设有限公司	14,000.00	2017/4/20
海宁市长安镇城建开发投资有限公司	6,000.00	2018/5/17
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	21,000.00	2021/10/10
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	20,000.00	2019/3/31
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	15,000.00	2021/12/15
海宁市永青绿化投资有限公司	15,000.00	2019/12/28
海宁市永青绿化投资有限公司	4,000.00	2018/3/9
海宁临杭水利建设开发有限公司	16,000.00	2019/9/19
海宁临杭水利建设开发有限公司	10,000.00	2019/1/3
海宁轻纺产业基地投资开发有限公司	8,000.00	2017/9/29
海宁市许村新市镇投资开发有限公司	20,000.00	2021/1/21
海宁市许村新市镇投资开发有限公司	20,000.00	2021/1/21
海宁市沿江新市镇建设开发有限公司	22,000.00	2018/6/1
浙江钱江潮旅游开发有限公司	9,900.00	2020/9/25
浙江钱江潮旅游开发有限公司	8,000.00	2024/8/2
浙江钱江潮旅游开发有限公司	14,500.00	2024/8/2
浙江钱江潮旅游开发有限公司	17,500.00	2024/8/3
浙江钱江潮旅游开发有限公司	25,500.00	2018/12/25
浙江钱江潮旅游开发有限公司	400	2018/4/28
海宁市文化旅游科技有限公司	30,000.00	2019/12/25

浙江钱塘江投资开发有限公司	10,000.00	2020/9/1
浙江钱塘江投资开发有限公司	17,182.75	2019/12/12
海宁市城北水环境治理有限公司	20,000.00	2018/4/14
海宁市城北水环境治理有限公司	11,250.00	2018/4/11
海宁市铁北新城有机更新有限公司	19,625.00	2017/3/19
海宁市铁北新城有机更新有限公司	25,200.00	2018/12/22
海宁市尖山新区开发有限公司	20,000.00	2018/4/17
海宁市尖山新区开发有限公司	20,000.00	2021/1/28
海宁市尖山新区开发有限公司	30,000.00	2021/1/29
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	30,000.00	2019/12/22
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	25,000.00	2017/12/29
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	5,000.00	2017/12/8
海宁连杭发展集团有限公司	30,000.00	2018/12/10
海宁市盐仓综合开发有限公司	25,000.00	2020/9/29
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	8,000.00	2017/9/5
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	30,000.00	2019/9/25
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	7,000.00	2018/6/1
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	23,000.00	2019/10/19
海宁市临杭新区建设投资有限公司	25,000.00	2018/12/2
海宁市临杭新区发展投资有限公司	10,000.00	2018/5/31
海宁市恒通开发公司	10,000.00	2017/5/15
海宁市恒通开发公司	5,000.00	2018/6/24
海宁市恒通开发公司	8,000.00	2020/9/23
海宁市恒通开发公司	11,000.00	2019/6/25
海宁市恒通开发公司	19,000.00	2019/6/25
海宁市经济房建设发展中心	20,000.00	2017/3/20
海宁市经济房建设发展中心	4,000.00	2017/1/26
海宁经编总部商务区投资开发有限公司	500	2017/4/11
海宁市新市镇开发建设有限公司	334,252.06	2026/1/31
海宁市土地收储中心	55,000.00	2020/8/13
海宁市人民医院	24,000.00	2018/5/31
财经学院东方学院长安校区	15,000.00	2018/2/21
财经学院东方学院长安校区	19,900.00	2020/4/8
海宁市临杭新区发展投资有限公司	15,000.00	2019/4/29
海宁市沿江新市镇开发建设有限公司	8,700.00	2018/6/1
海宁首创水务有限责任公司	10,000.00	2021/12/31
海宁市实业投资集团有限公司	20,000.00	2019/3/24
海宁市实业投资集团有限公司	1,540.00	2017/7/21

海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	40,000.00	2017/8/1
海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	20,758.00	2017/8/1
海宁沪鼎安置房项目管理有限公司	19,242.00	2017/8/1
海宁市实业投资集团有限公司	5,000.00	2018/1/28
海宁连杭发展集团有限公司	100,000.00	2032/3/16
海宁市旧区有机更新开发有限公司	10,000.00	2034/9/19
购置商铺及住宅的业主	12,133.56	-
海宁皮革城市场经营户	52,814.00	-
合计	1,635,797.37	

注：海宁皮城及其子公司为以按揭方式购置商铺及住宅的业主在取得房产证之前提供阶段性连带保证责任担保；海宁皮城为海宁皮革城市场经营户提供融资性担保。

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。