

2011 年海宁市资产经营公司
公司债券 2018 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【2018】跟踪第
【1050】号 01

债券简称: 11 海宁债

债券剩余规模: 6 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 张伟亚

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 2018 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	2018 年 06 月 26 日	2017 年 06 月 25 日

评级观点:

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”)2018 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公司外部环境继续向好, 公司业务较多元化且持续性较好, 且持续受到较大力度的外部支持; 同时我们也关注到了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:

- 2017 年公司外部环境继续向好。2017 年海宁市实现地区生产总值 866.07 亿元, 按可比价计算, 较上年增长 8.0%; 公共财政收入保持稳定增长, 2017 年海宁市公共财政收入 77.72 亿元, 较上年增长了 7.94%。外部环境持续向好, 为公司发展提供了良好的基础。
- 公司业务较多元化, 持续性较好。公司经营的业务较多, 涉及商铺租赁与销售、房屋销售、生物制品业和基础设施建设等, 较为多元化。截至 2017 年末子公司海宁中国皮革城股份有限公司(以下简称“海宁皮城”)经营的物业规模较大, 可为公司带来较稳定的收入; 此外公司负责海宁市内土地整理、基础设施和安置房建设, 在建、拟建项目规模较大, 未来可实现较大规模的收入。
- 公司继续受到较大力度的外部支持。2017 年公司合计收到海宁市人民政府各类形式的资金、资产划入 16.55 亿元, 计入公司资本公积; 同时, 公司及下属子公司于

2017 年收到的当地政府给予的各类补贴和税收返还分别增加公司其他收益和营业外收入 15.84 亿元和 0.03 亿元。整体来看，公司 2017 年仍获得较大力度的外部支持。

关注：

- **2017 年皮革行业景气度仍然不高，对公司商铺租赁业务及物业管理业务产生了一定影响。**2017 年我国皮革行业景气度仍然不高，为此海宁皮革城局部下调了商铺的租赁单价，因此公司物业租赁及管理收入为 10.87 亿元，同比下滑 17.46%。
- **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、城市基础设施工程项目较多，截至 2017 年末，公司主要在建、拟建的项目仍需投入资金 63.05 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 2017 年末公司有息负债规模为 301.27 亿元，较上年减少 2.14%，占全部负债总额的比重为 66.66%，其中短期有息负债 53.11 亿元，公司债务压力较大，且仍然面临一定的短期偿还压力。
- **对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2017 年末，公司对外担保金额总计 168.74 亿元，占 2017 年末公司所有者权益的 49.00%，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	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	7,963,187.62	7,697,997.81	7,023,653.39
所有者权益合计（万元）	3,443,511.45	3,264,139.75	2,825,470.11
有息债务（万元）	3,012,713.92	3,078,641.06	2,861,007.49
资产负债率	56.76%	57.60%	59.77%
流动比率	2.22	2.56	2.23
营业总收入（万元）	643,765.94	497,270.75	439,661.38
其他收益（万元）	158,418.76	-	-
营业外收入（万元）	2,072.85	136,270.63	108,984.56
利润总额（万元）	50,939.17	103,764.96	101,344.37
综合毛利率	17.03%	29.71%	35.29%
EBITDA（万元）	206,168.62	271,545.07	262,252.22
EBITDA利息保障倍数	1.30	1.86	2.29
经营活动现金流净额（万元）	488,496.21	96,754.62	-40,121.85

资料来源：公司2015-2017年审计报告，鹏元整理

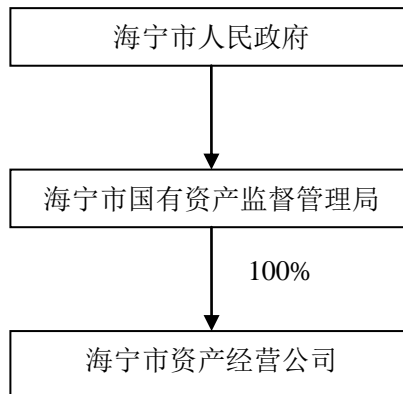
一、本期债券募集资金使用情况

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。截至 2018 年 5 月末，本期债券募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2017 年 9 月，根据海委办发【2017】42 号文件，海宁市政府将市政府国有资产监管机构由海宁市财政局调整为海宁市国有资产监督管理局（以下简称“海宁市国资局”），公司控股股东因此变更为海宁市国资局，实际控制人仍为海宁市政府。公司主营业务无变化，公司注册资本和实收资本仍为 20 亿元。

图 1 截至 2017 年末公司控制关系情况



资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

截至 2017 年 12 月 31 日，纳入公司合并范围的子公司共有 99 家，其中 2017 年新增 12 家，减少 3 家。

表1 2017 年公司合并范围变动情况（单位：万元）

1、2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况			
公司名称	取得方式	取得成本/ 出资额	出资比例
浙江绿洲环保能源有限公司	非同一控制下的企业合并	3,076.83	51.00%

霍林郭勒天河水务工程有限责任公司	非同一控制下的企业合并	33,243.00	90.00%
霍林郭勒天河嘉业水务有限公司	非同一控制下的企业合并	14,657.00	90.00%
江苏弘成环保科技有限公司	非同一控制下的企业合并	45,000.00	90.00%
海宁道合市场管理有限公司	新设子公司	153.00	51.00%
成都海皮商业管理有限公司	新设子公司	200.00	100.00%
海宁市车辆停泊开发服务有限公司	新设子公司	1,000.00	100.00%
海宁市鹃湖景区投资管理有限公司	新设子公司	600.00	100.00%
海宁长河水务有限责任公司	新设子公司	10.00	100.00%
浙江海云能源科技有限公司	新设子公司	6,400.00	40.00%
海宁市产业投资有限公司	新设子公司	200,000.00	70.00%
海宁市党委党校培训咨询有限公司	新设子公司	5.00	100.00%

2、2017 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

公司名称	处置方式	处置日净资产
日本皮革城株式会社	转让	61.60
桐乡钱江生化公司	清算注销	558.15
海宁市自来水有限公司	吸收合并	20,696.77

注：2017 年公司 5 月出资设立海宁市海盛置业有限公司，系公司子公司海宁市房地产开发有限公司全资子公司，并于同年 10 月转让，因此 2017 年末未纳入公司合并范围。

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司系海宁市国有资产管理和运营平台，截至 2017 年末公司持有海宁皮城（股票代码：002344）51.49% 的股份（其中直接持股 33.13%、间接持股 18.36%），持有浙江钱江生物化学股份有限公司（以下简称“钱江生化”，股票代码：600796）33.30% 的股份，均为第一大股东。

2017 年公司业务范围变动不大，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。由于海宁市自来水有限公司不再纳入合并范围，公司不再经营自来水供水业务。

截至 2017 年 12 月 31 日，公司资产总额为 796.32 亿元，所有者权益为 344.35 亿元，资产负债率 56.76%；2017 年度，公司实现营业总收入 64.38 亿元，利润总额 5.09 亿元，经营活动净现金流入 48.85 亿元。

三、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

2017年全球经济复苏为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济表现出稳中向好的发展态势。积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用

2017年，全球经济整体呈现稳健复苏的态势。从主要经济体来看，美国经济保持稳健增长，内生复苏动力较为充足，加息、税改如期落地；欧洲经济复苏良好，政治风险有所缓解；日本经济维持温和增长，释放收紧货币政策信号；新兴经济体总体向好，但仍有所分化。全球经济回暖为我国经济稳健增长提供了良好的外部环境。

2017年，我国坚持以供给侧结构性改革为主线，推动结构优化、动力转换和质量提升，国民经济稳中向好，实现平稳健康发展。全年国内生产总值（GDP）同比增长6.9%，增速比上年加快0.2个百分点，是2011年以来首次增速回升；产业结构优化升级，服务业保持较快发展，对经济增长的贡献不断提高，新兴产业不断壮大，新动能成为经济增长的重要动力；投资增速略有放缓，民间投资实现增长，投资结构持续改善；消费保持稳健增长，消费升级态势明显；进出口规模进一步扩大，增速由负转正，实现回稳向好；居民消费价格指数（CPI）温和上涨，全年同比增长1.6%，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比上涨6.3%，结束了自2012年以来连续5年的下降态势；企业效益继续改善，经济增长质量提高；在金融去杠杆、房地产加强调控和环保限产贯穿全年的情况下，实体经济表现良好，全国规模以上工业增加值同比增长6.6%。

积极的财政政策和稳健的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2017年，我国有效实施积极的财政政策，着力实施减税降费政策，扩大减税效应。适度扩大支出规模，调整优化财政支出结构，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，保障基本民生和重大基础设施项目。进一步规范地方政府举债行为，加强地方政府债务管理，实施地方政府存量债务置换，降低利息负担。全年实现一般公共预算收入172,566.57亿元，一般公共预算支出203,330.03亿元，财政赤字率控制在3%以内。货币政策保持稳健中性，广义货币M2增速呈下降趋势，信贷和社会融资规模适度增长。采取定向降准、专项再贷款等差别化政策，加强对重点领域和薄弱环节支持。进一步完善宏观审慎政策框架，强化金融监管，为供给侧结构性改革和高质量发展营造了中性适度的货币金融环境。改革完善汇率市场化形成机制，保持人民币汇率基本稳定，外汇储备转降为升。

2017年以来，监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，地方政府债务管理更加规范化，城投公司融资受到约束，市场化转型进程将加快

2017年，城投行业监管政策密集发布，城投公司行业监管明显趋严，主要表现为对城投公司融资能力进行限制、融资行为进行约束，将加快剥离融资平台的政府融资职能，

推动城投公司的市场化转型。

具体来看，2017年5月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号，以下简称“50号文”），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为融资平台偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，地方政府及其所属部门不得以文件、会议纪要、领导批示等任何形式、要求或决定企业为政府举债或变相为政府举债，同时地方政府融资平台增加了两项义务，第一，应当向债权人主动书面声明不承担政府融资职能；第二，明确自2015年1月1日起其新增债务依法不属于地方政府债务。2017年6月，财政部发布《关于坚决制止地方政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号，以下简称“87号文”），严格规范政府购买服务，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。此外，财政部分别联合国土资源部、交通运输部推出了土地储备专项债券和收费公路专项债券，通过更加透明化的融资机制拓宽了地方政府的融资渠道。土地储备专项债券和收费公路专项债券的推出弱化了城投公司的政府融资职能，同时进一步明确了地方政府债务与城投公司债务的界线。

50号文、87号文和专项债券的出台削弱了地方政府对城投公司的支持力度，限制了城投公司融资能力，将进一步推动城投公司举债机制的规范化和市场化发展，倒逼城投公司加快与政府信用脱钩、完成市场化转型。

2018年2月，国家发改委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。

表2 2017年以来城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控

		会、证监会	机制
2017年5月	《地方政府土地储备专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]62号）	财政部、国土资源部	对土地储备专项债券的发行主体、偿债资金来源、额度管理、发行机制和监督管理等方面进行了明确规定
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年7月	《地方政府收费公路专项债券管理办法（试行）》（财预[2017]97号）	财政部、交通运输部	对政府收费公路做出明确定义，收费公路专项债券明确发债资金用途，限定偿债来源，同样实行额度管理，规定项目资产不能用于抵押
2017年7月	《关于加快运用PPP模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》（发改投资[2017]1266号）	发展改革委	推进在建基础设施项目采用PPP模式，扩大PPP存量项目社会资本投入比例
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新PPP项目入库标准，清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号）	国家发改委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资

资料来源：各政府部门网站，鹏元整理

（二）区域环境

海宁市经济基础较好，人均GDP水平较高，2017年经济保持增长且增速加快

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。2017年海宁市实现地区生产总值866.07亿元，按可比价计算，较上年增长8.0%，增速较上年上升1.6个百分点，高于2017年全国GDP增速1.1个百分点。其中第一产业实现增加值21.76亿元，同比增长2.0%，第二产业实现增加值479.40亿元，同比增长9.2%，第三产业实现增加值364.91亿元，同比增长7.0%。三次产业结构比由上年的3.0:53.1:43.9调整为2.5:55.4:42.1，第二产业在地方生产总值中的比重较上年有所上升，而第三产业占比则有所下降。2017年末海宁市常住人口达到69.03万人，按此计算，2017年海宁市人均生产总值为126,251元，是全国人均生产总值的211.62%。

表3 2016-2017年海宁市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率

地区生产总值	866.07	8.0%	744.09	6.4%
第一产业增加值	21.76	2.0%	22.53	3.6%
第二产业增加值	479.40	9.2%	394.72	5.0%
第三产业增加值	364.91	7.0%	326.83	8.4%
工业增加值	419.98	10.3%	341.36	5.6%
固定资产投资	591.05	11.0%	555.43	8.0%
社会消费品零售总额	407.10	10.0%	370.22	10.7%
进出口总额（亿美元）	74.52	17.3%	59.58	13.6%
存款余额	1,334.46	3.9%	1,191.17	7.3%
贷款余额	1,072.63	14.1%	939.77	5.8%
人均 GDP（元）		126,251		109,575
人均 GDP/全国人均 GDP		211.62%		202.99%

注：海宁市 2017 年进出口总额公报单位为亿元，上表用 2017 年 12 月 31 日美元汇率进行了折算
 资料来源：海宁市 2016-2017 年国民经济和社会发展统计公报

2017 年海宁市实现工业增加值 419.98 亿元，比上年增长 10.3%。规模以上工业总产值达 1,632.53 亿元，增长 19.5%，其中轻工业实现产值 891.13 亿元，增长 14.7%，重工业实现产值 741.40 亿元，增长 25.8%。新兴产业加速发展，规模以上高新技术产业、装备制造业和战略性新兴产业分别实现工业增加值 159.63 亿元、91.22 亿元和 106.56 亿元，同比分别增长 14.0%、19.1%和 16.8%。

2017 年海宁市固定资产投资 591.05 亿元，其增速回升至 11.0%，主要是受到第三产业固定资产投资增速回升的带动。2017 年海宁市房地产增长较快，全年完成房地产开发投资 143.25 亿元，比上年增长 98.3%。新开工施工面积 246.56 万平方米，增长 52.9%。全年商品房销售面积 206.93 万平方米，增长 48.6%，商品房销售额 228.70 亿元，增长 107.0%。社会消费品零售总额增速近年来持续下滑，但仍保持较快的增长。2017 年海宁市进出口总额为 74.52 亿美元，较上年大幅增长。从出口市场情况看，对印度和越南出口增长较快，分别增长 63.5%和 41.9%；对“一带一路”沿线国家合计出口 147.72 亿元，增长 11.4%。。在出口产品中，机电高新产品出口 97.95 亿元，增长 15.5%；高新技术产品出口 44.74 亿元，增长 34.8%。此外，2017 年海宁市社会存贷款余额均继续保持增长。

受到政府性基金收入大幅增长的带动，2017 年海宁市公共财政收入大幅增长，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。2017 年海宁市地方综合财力为 210.26 亿元，同比增长 50.95%，主要是政府性基金收入大幅增长所致。2017 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 36.96%、8.18%和

54.86%。

其中,2017年海宁市公共财政收入77.72亿元,较上年增长了7.94%,税收收入为72.59亿元,占公共财政收入中占比为93.40%,海宁市公共财政收入的质量仍然较好。

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2016年以来房地产市场持续升温,2017年海宁市政府性基金收入较上年大幅增长122.30%,达到115.35亿元。但国有土地使用权出让收入易受到土地市场波动和国家房地产政策而影响,考虑到2017年以来国家出台多项地产调控政策,未来需关注政府性基金收入的稳定性。

从财政支出看,2017年海宁市公共财政支出为81.95亿元,同比增长4.94%。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。2017年海宁市财政自给率为94.84%,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良好。

表4 2016-2017年海宁市主要财政指标(单位:亿元)

项目	2017年	2016年
地方综合财力=(一)+(二)+(三)	210.26	139.29
(一)公共财政收入	77.72	72.00
其中:税收收入	72.59	65.90
非税收入	5.13	6.10
(二)上级补助收入	17.19	15.40
其中:返还性收入	4.14	2.96
一般性转移支付收入	-	5.45
专项转移支付收入	-	7.00
(三)政府性基金收入	115.35	51.89
其中:国有土地使用权出让收入	100.29	40.91
财政支出=(一)+(二)	195.73	129.51
(一)公共财政支出	81.95	78.09
(二)政府性基金支出	113.78	51.42
财政自给率	94.84%	92.20%

注:财政自给率=公共财政收入/公共财政支出,标“-”的项目为未公告的项目

资料来源:关于海宁市2017年财政预算执行情况和2018年财政预算草案的报告以,2016年数据来自鹏元地方经济和财政数据库

2017年我国皮革主体行业景气程度仍然不高,尽管出口增速回升,但行业规模以上企业收入整体下滑,行业竞争压力不断加大,对皮革市场招商和提租构成一定影响

2017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,2017年全国规模以上皮革主体行业

完成销售收入1.47万亿元，同比下降2.65%，全国规模以上皮革主体行业2017年实现利润总额896.9亿元，同比下降2.43%。从出口来看，根据国家统计局的数据，2017年1-12月，皮革主体行业出口交货值3,307.10亿元，较上年增长5.16%。从行业景气指数来看，2017年全年皮革主体行业景气指数处于较低的区间，但出现了企稳的迹象。

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。从国际市场来看，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。

海宁是国内皮革之都，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，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销售业务，城投集团经营的房屋销售和土地整理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，2017年公司实现营业收入64.23亿元，同比增长29.55%。其中，物业租赁及管理收入共计10.87亿元，同比下滑17.46%；房屋销售收入24.21亿元，同比大幅增长81.59%，两项业务合计在公司2017年营业收入中占比69.99%，较上年进一步提高。毛利率方面，由于2017年商铺租赁和房屋销售等业务毛利率下滑，公司综合毛利率由上年的29.71%下降至17.03%。

表5 公司营业收入结构及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
物业租赁及管理	108,696.84	59.66%	131,696.42	70.52%
房屋销售	242,053.44	12.38%	133,294.82	27.59%
商品销售	33,213.15	4.91%	39,132.69	5.89%
生物制品业	31,243.82	21.83%	28,900.31	24.70%
土地整理收入	52,357.47	0.51%	43,235.58	-1.06%
项目工程	32,325.22	-6.32%	-	-

燃气收入	31,150.32	0.55%	21,158.04	0.05%
水费收入	0.00	0.00%	21,975.84	-16.45%
热电行业	14,592.04	17.06%	12,203.62	29.76%
污水处理收入	12,818.48	-189.32%	1,597.04	-1395.26%
其他	83,807.18	35.15%	62,584.37	49.38%
合计	642,257.96	17.03%	495,778.73	29.71%

注：2017年子公司海宁市自来水有限公司被海宁钱塘水务有限公司吸收合并，不再纳入公司合并范围，故不再产生水费收入；其他收入包括房屋租赁、水务施工、热电、酒店、汽车培训等业务收入
 资料来源：公司提供

受到皮草行业景气度不高的影响，2017年公司下调了部分商铺的租赁单价，海宁皮城主营业务的收入和毛利率均较上年下滑

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2017年末，郑州海宁皮革城及新开本部六期批发中心也已投入运营。由于商铺租赁单价下调等因素，2017年海宁皮城实现营业收入18.69亿元，同比减少13.71%。

表6 海宁皮城 2016-2017 年营业收入结构（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
物业租赁及管理	106,555.71	59.10%	131,620.99	70.91%
商品销售	33,213.15	4.90%	39,132.68	5.89%
商铺及配套物业销售	29,191.56	71.58%	30,958.46	81.55%
酒店	3,767.87	28.26%	2,932.49	20.96%
住宅开发销售	1,858.16	64.59%	4,774.84	72.32%
其他业务	13,851.37	39.76%	8,967.52	53.60%
合计	186,929.84	49.09%	218,386.98	59.41%

资料来源：海宁皮城2016-2017年度报告，鹏元整理

物业租赁方面，2017年郑州海宁皮革城和海宁本部六期批发中心开业，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152.98万平方米小幅增至155.00万平方米。但由于2017年哈尔滨市场承租权到期，同时为维护成熟市场的稳定，部分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10.87亿元，同比下降17.46%。由于商铺租赁均价下调，海宁皮城物业租赁及管理毛利率也由上年的70.52%下降为59.66%。

表7 海宁皮城物业租赁情况

项目名称	2017年	2016年
可出租商铺面积（万平方米）	155.00	152.98
已出租商铺面积（万平方米）	155.00	152.98
商铺租赁收入（万元）	105,159.36	129,717.87
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）	1,396.35	1,903.12
租赁收入合计（万元）	106,555.71	131,620.99

资料来源：公司提供

2017年，海宁本部六期批发中心及五期海创汇共计销售商铺并结转2.70万平方米，海宁皮城当年实现商铺销售收入2.89亿元，较上年小幅减少。

表8 海宁皮城物业销售结算情况（单位：万平方米、万元）

项目	2017年		2016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	2.70	27,066.44	1.51	30,958.46
其中：商铺销售	2.70	27,066.44	1.51	30,958.46
住宅开发销售	0.21	1,858.15	-	-
合计	2.91	28,924.59	1.51	30,958.46

资料来源：公司提供

2016年以来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，因此海宁皮城建设连锁市场的进度有所放缓，截至2017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。该项目预计总投资规模12亿元，未来尚需投入资金3.03亿元。

表9 截至2017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	12.00	8.97	2018年12月

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。2017年公司商品销售收入减少了15.13%，主要系因为外贸政策变化影响所致。

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，2017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；进口业务客户来自阿拉伯联合酋长国、沙特阿拉伯等国家和地区，约占进出口业务总收入1%左右。

2017年钱江生化生物制品业务和热电销售收入均同比增长，但毛利率则由于原材料价格上升而相应下降

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。2017年钱江生化实现营业收入4.68亿元，比去年同期增长了5.29%。钱江生化生物制品主要包括农药、兽药和化合物T¹，热电行业主要是对外供热（蒸汽）和供电。2017年生物制品业实现销售收入3.12亿元，同比增加8.11%。分产品来看，农药2017年实现销售收入2.73亿元，较上年同期增加3,010.58万元，主要系公司进一步扩大赤霉酸市场，使其销量较上年同比增长所致；兽药实现销售收入2,900.55万元，较上年同期减少851.30万元，主要系2017年销售量减少所致；化合物T实现销售收入1,015.93万元，其售价有所下降，但2017年销量较上年增长，以致收入较上年增加184.23万元。总体来看，公司生物制品业2017年毛利率较上年下降了2.87个百分点，主要原因是原材料价格上升带来的影响。

2017年钱江生化热电行业实现对外销售收入1.46亿元，相比上年增加19.57%，主要系新增客户及用汽量增加所致，热电行业毛利率为17.06%，主要原因是煤炭价格2017年上升，运营成本相应上升。

表10 钱江生化营业收入结构（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
生物制品业	31,243.82	21.83%	28,900.31	24.70%
热电行业	14,592.04	17.06%	12,203.62	29.76%
房地产业			2,837.28	47.57%
其他	922.59	60.75%	466.9	70.98%
小计	46,758.45	21.11%	44,408.11	27.59%

资料来源：钱江生化2016-2017年报，鹏元整理

城投集团经营的房产销售业务2017年大幅增长，带动了公司整体收入的增长，但房产销售业务毛利率有所下降；同时，2017年末公司在整理土地和在建安置房仍有较大规模的资金需求，公司面临一定的资金压力

¹ 化合物T主要为用作医药生产中间原料的产品

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，2017年实现营业收入29.40亿元，相比上年增加38.47%，主要是房产销售业务收入大幅增加所致。

表11 城投集团营业收入结构（单位：万元）

项目	2017年		2016年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售	199,273.03	3.54%	65,045.64	6.41%
其中：保障安置房销售	87,871.17	-3.30%	37,822.35	-10.08%
商品房销售	111,401.86	8.93%	27,223.29	29.32%
土地整理	52,357.47	0.51%	43,235.58	-1.06%
燃气销售	31,150.32	0.55%	21,158.04	0.05%
其他	11,200.75	46.97%	17,823.07	48.54%
合计	293,981.57	4.34%	212,307.97	8.40%

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：公司提供，鹏元整理

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，并按预估数确认成本，从而导致公司安置房收入成本的不匹配。2017年城投集团未完成新的拆迁，保障安置房新开工面积15.52万平方米，当年竣工面积25.50万平方米，安置房销售收入大幅上升至8.79亿元，主要系完工项目多于2017年确认收入所致。截至2017年末，公司在建、拟建安置房预计总投资36.43亿元，未来仍需投资13.64亿元，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2017年末，本期债券募投项目已完工并按约定确认收入。

表12 公司 2016-2017 年安置房建设和销售情况

项目	2017年	2016年
安置房新开工面积（万平方米）	15.52	15.26
安置房竣工面积（万平方米）	25.50	89.14
安置房销售收入（万元）	87,871.17	37,822.35

资料来源：公司提供

表13 截至 2017 年末公司在建安置房情况（单位：万元）

项目名称	计划总投资	已完成投资额	剩余投资额	预计完工时间
长田区块安置房	24,996.00	23,116.00	1,880.00	2018.6.30
双凤二期安置房	102,343.00	65,164.00	37,179.00	2018.6.30
伊桥二期安置房	116,900.00	78,890.00	38,010.00	2018.12.30
红纸坊安置房	15,106.00	13,000.00	2,106.00	2019.8.10
怡景湾	105,000.00	47,776.00	57,224.00	2020.1.31
合计	364,345.00	227,946.00	136,399.00	

资料来源：公司提供

城投集团房地产商品房销售业务主要由海宁市房地产开发有限公司负责开发，该公司具有房地产开发叁级资质，具备房地产开发的业务资质，经营模式为自主开发。该公司2017年主要销售了包括华盛嘉苑和华府景苑等项目，其中华府景苑建筑面积18.38万平方米，销售均价9,878.23元/平方米，截至2017年末该项目基本销售完毕。由于海宁市2016年以来房地产市场景气度持续上升，城投集团商品房销售规模扩大，2017年合计确认收入11.14亿元，较上年大幅增长。由于商品房销售成本采用预估成本结转，因此商品房销售毛利率存在较大的波动，2017年城投集团商品房销售业务毛利率为8.93%，较上年大幅下降。

截至2017年末，城投集团主要的在建安置房项目为荷园项目，该项目总建筑面积约2.53万平方米，计划总投资1.26亿元，截至2017年末已投资0.64亿元，未来尚需投资0.61亿元。总体来看，公司商品房销售业务收入2017年大幅增长，但仍需关注房地产市场波动对该项业务规模的影响。

土地整理业务系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。2017年城投集团土地整理面积336亩，土地出让面积715亩，截至2017年末城投集团已整理可出让土地面积6,100.20亩。2017年公司获得的土地整理收入为5.24亿元，相比上年大幅增长21.10%，主要是在2017年海宁市房地产市场较为活跃，土地价格上升所致。从毛利率来看，由于相关收益不完全在收入中体现，城投集团土地整理业务毛利率仍然较低，盈利能力不强。

表14 城投集团土地出让业务情况

项目	2017年	2016年
----	-------	-------

土地整理面积（亩）	336.00	384.00
土地出让面积（亩）	418.00	715.00
期末可出让土地面积（亩）	6,100.20	6,598.30
土地整理收入（万元）	52,357.47	43,235.60

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司整理中的主要地块有10宗，已投资11.39亿元，尚需投资31.40亿元。根据海宁市的规划，2018-2020年公司拟出售地块约2,106亩，公司土地整理业务持续性较好，但仍需关注国家土地政策和当地房地产市场波动对该项业务的影响。

表15 截至2017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2017年底已投资	剩余毛地面积
高丰村区块拆迁项目	47,448.59	32,799.44	774.00
长田村区块拆迁项目	82,643.95	6,771.66	1,564.00
伊桥村区块拆迁项目	41,750.53	14,575.97	686.40
农丰社区区块拆迁项目	20,707.27	12,825.98	179.50
双凤村区块拆迁项目	69,978.43	8,643.76	1,840.88
民和村区块拆迁项目	58,427.26	4,594.43	1,034.87
东长村区块拆迁项目	16,978.07	5,708.83	755.00
联和村区块拆迁项目	35,108.97	11,754.17	1,317.00
荷叶村区块拆迁项目	31,125.47	8,764.73	1,328.83
永丰村区块拆迁项目	23,711.16	7,427.76	947.87
合计	427,879.70	113,866.73	10,428.35

资料来源：公司提供

此外，公司子公司海宁市城市建设开发投资有限公司、海宁市社会发展建设投资集团有限公司运营和海宁市交通投资集团有限公司负责运营海宁市部分基础设施建设，其收入规模尚小，但截至2017年末，上述子公司在建、拟建的基础设施合计总投资约44.45亿元，已投资29.47亿元，未来尚需投资14.98亿元。综上，截至2017年末公司在整理土地、在建基础设施和安置房合计总投资约135.67亿元，未来尚需投资63.05亿元，公司面临一定的资金支出压力。

截至2017年末公司子公司经营的燃气、污水处理等业务能为公司收入提供一定的补充

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，由于服务面积扩大，2017年实现燃气销售收入3.12亿元，相比上年大幅增加47.23%。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。

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。2017年由于水务集团子公司海宁市自来水有限公司不再纳入公司合并范围，因而不产生水费收入；而污水处理方面，2017年水务集团处理污水9,723吨，实现污水处理收入1.28亿元，且毛利率大幅增加，主要系该项业务所获政府资金补偿2017年计入营业收入所致。整体来看，公司经营的燃气和污水处理等业务存在一定的区域垄断性，持续性较好，能够为公司业务提供一定的补充。

2017年公司继续受到较大力度的外部支持

2017年公司继续受到较大力度的外部支持。根据海财会（2017）101号、103号和104号等文件，公司合计收到控股股东海宁市人民政府各类形式的资金、资产划入16.55亿元，计入资本公积；另外，受到子公司社发集团减少注册资本、海宁皮城取得长期股权投资的会计处理减少资本公积以及交投集团受到划拨房屋计提折旧减少资本公积等事项的影响，公司资本公积合计减少1.97亿元。

此外，根据《关于海宁市城市发展投资有限公司及其下属子公司2017年度财政拨款的财务处理意见的函》以及海财预（2017）196和337号等文件，当地政府给予公司及下属子公司政府补贴收入合计15.78亿元；根据财税（2015）78号文件，公司及子公司共收到税收返还935.23万元，上述事项分别增加公司其他收益和营业外收入15.84亿元和0.03亿元。当地政府对公司的支持有力提升了其盈利水平。

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2016-2017年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。2017年公司合并范围内新增12家子公司，减少3家子公司。

根据财政部2017年5月10日发布的《企业会计准则第16号——政府补助（2017年修订）》（财会〔2017〕15号），2017年公司收到的政府补贴和税收返还中158,418.76万元计入其他收益。

财务分析

资产结构与质量

公司资产规模稳定增长，尽管其他应收款和存货占比较大，且存在规模较大的市政设

施和道路资产，但持有的上市公司股权增强了公司财务弹性，资产整体质量仍然较好

随着公司经营规模的扩大，2017年末公司总资产达到796.32亿元，较上年末增长了3.44%。2017年公司资产增长主要集中于对外投资和在建工程，因此期末公司资产负债表中流动资产占50.95%，占比较上年有所下降。

截至2017年末，公司流动资产主要是货币资金、其他应收款和存货。2017年末公司货币资金规模为65.89亿元，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5.02亿元，占比为7.63%，主要是质押的定期存单及保证金等。公司其他应收款为93.65亿元，较上年减少10.20%，主要是2017年公司收回了部分往来款所致，2017年末公司往来款账面余额占其他应收款余额的96.76%。其中公司应收海宁市财政局的款项为34.41亿元，占公司2017年末其他应收款余额的36.32%，此外公司主要的其他应收款欠款方包括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。公司应收对象主要为政府单位，回收风险不大，但回收时间不确定性，对公司资金存在一定的占用。公司存货主要是公司开发产品及开发成本，即在建或可供出售的房屋、基础设施工程和土地。截至2017年末存货规模为214.51亿元，较2016年减少5.14%。截至2017年末公司存货中有6.82亿元土地已用于抵押，占公司2017年存货账面价值的3.18%。

2017年末公司非流动资产主要为可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和其他非流动资产。2017年公司可供出售金融资产和长期股权投资分别为49.59亿元和25.45亿元，分别较上年末增长22.27%和15.51%，其中公司可供出售金融资产大幅增长主要为公司子公司出资3.24亿元设立浙江杭海城际铁路有限公司（占该公司股权的15.88%），子公司与嘉兴市人民政府国有资产监督管理委员会共同设立嘉兴市原水投资有限公司出资4.15亿元以及子公司转持财通证券股份有限公司股票1.64亿元所致。2017年投资性房地产账面价值70.27亿元，较上年变动不大。长期股权投资2017年末账面价值为25.45亿元，较上年增长15.51%。主要为公司对联营企业的投资，本年新增部分主要为对海宁市盐官古城旅游股份有限公司等企业的追加投资。固定资产主要为房屋建筑物及城市市政资产、机器设备等，较上年增加17.41%，系2017年由在建工程转入较多建筑物、以及城市市政和公路资产所致。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，2017年末在建工程为125.99亿元，较上年大幅增长25.39%，主要是浙江大学国际校区工程转入在建工程核算所致，该项目将于完工后由政府相关部门和公司共同议定资产移交和收益实现的方式。公司固定资产和在建工程中市政设施和道路资产规模较大，该部分资产收益性不强。截至2017年末公司所有权或使用权受到限制的资产合计为21.15亿元，占公司资产总额的2.66%，公司资产受限比例不大。

截至2017年末，公司资产规模稳定增长，尽管其他应收款和存货占比较大，且存在规模较大的市政设施和道路资产，但2017年末公司仍持有海宁皮城51.49%的股份以及钱江生化33.30%的股份，尽管公司质押了所持海宁皮城28.24%的股份，但持有上市公司股权仍在一定程度上增强了公司资产的弹性。

表16 公司 2016-2017 年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	658,883.32	8.27%	662,776.47	8.61%
其他应收款	936,508.47	11.76%	1,042,833.70	13.55%
存货	2,145,105.40	26.94%	2,261,338.28	29.38%
流动资产合计	4,057,155.45	50.95%	4,381,965.74	56.92%
可供出售金融资产	495,850.67	6.23%	405,544.92	5.27%
长期股权投资	254,460.03	3.20%	220,297.87	2.86%
投资性房地产	702,705.29	8.82%	729,250.01	9.47%
固定资产	672,778.73	8.45%	573,008.78	7.44%
在建工程	1,259,928.39	15.82%	1,004,769.02	13.05%
非流动资产合计	3,906,032.17	49.05%	3,316,032.08	43.08%
资产总计	7,963,187.62	100.00%	7,697,997.81	100.00%

资料来源：公司2016-2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入规模增加，但综合毛利率较上年显著下降，公司盈利依靠外部支持

由于房屋销售和土地整理等业务收入大幅增长，2017年公司营业总收入增长为64.38亿元，相比上年增长29.55%。由于公司调低了部分商铺的租金导致物业租赁及管理业务，且2017年房屋销售业务毛利率较低，2017年公司综合毛利率为17.03%，较2016年下降12.68个百分点。另一方面，2017年公司收到政府补贴15.84亿元计入其他收益，故营业收入由上年的亏损转为盈利12.71亿元。

此外，根据《关于海宁市城市发展投资有限公司及其下属子公司2017年度财政拨款的财务处理意见的函》，公司子公司出售拆迁安置房产生的政策性亏损7.51亿元计入营业外支出，因此公司2017年利润总额5.09亿元，较上年大幅减少50.91%。总体来看，2017年公司营业收入规模增加，但综合毛利率较上年显著下降，公司盈利仍主要依靠外部支持。

表17 公司 2016-2017 年主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
----	--------	--------

营业总收入	643,765.94	497,270.75
其他收益	158,418.76	0.00
营业利润	127,149.22	-11,989.40
营业外收入	2,072.85	136,270.63
营业外支出	78,282.90	20,516.27
利润总额	50,939.17	103,764.96
综合毛利率	17.03%	29.71%

资料来源：公司2016-2017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2017年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

2017年公司收现比为1.16，获现能力仍然较好；由于营业收入有所增长，公司销售商品、提供劳务的现金流也达到74.73亿元，同比增长45.15%，由于公司及下属子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1.87%。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，2017年公司与其他企业单位的往来款体现为净流入，因而公司经营活动现金净流入规模较上年进一步扩大为48.85亿元。

公司2017年投资活动现金净流出34.36亿元，近年来公司投资活动较活跃，持续投资于银行理财产品、股权以及在建工程，因而投资活动持续体现为较大规模的现金净流出。截至2017年末公司主要在整理土地、在建基础设施和安置房项目未来仍需投资63.66亿元，仍有一定的资金需求。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动现金流入主要为借款和发行债券募集到的资金，外部融资规模较上年进一步加大，但2017年公司收到的股东资金或资产注入较上年大幅减少，因而投资活动现金流入较上年减少了33.52%；另外2017年公司偿还债务支出的现金较上年进一步增大，因此整体来看公司2017年筹资活动现金净流量转为净流出13.73亿元。考虑到公司2017年末在建、拟建规模较大，且维持较大的对外投资规模，公司未来仍存在较大的外部融资需求。

表18 公司 2016-2017 年现金流量情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
收现比	1.16	1.04
销售商品、提供劳务收到的现金	747,272.22	514,837.72
收到其他与经营活动有关的现金	2,434,409.05	1,343,847.21
经营活动现金流入小计	3,191,426.76	1,864,138.76

购买商品、接受劳务支付的现金	481,477.17	472,620.76
支付其他与经营活动有关的现金	2,118,197.55	1,195,711.70
经营活动现金流出小计	2,702,930.55	1,767,384.13
经营活动产生的现金流量净额	488,496.21	96,754.62
投资活动产生的现金流量净额	-343,632.28	-368,529.39
筹资活动产生的现金流量净额	-137,252.08	309,026.82
现金及现金等价物净增加额	7,332.13	37,486.15

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017 年公司所有者权益规模大幅增长，负债率略有下降，仍存在较大的偿付压力

2017 年由于受到持续的外部支持，公司所有者权益增至 344.35 亿元，同比增长 5.50%。公司负债规模亦较上年增长，期末负债总额增至 451.97 亿元，同比增长 1.94%。2017 年末公司产权比率为 131.25%，所有者权益对负债的覆盖能力仍然偏弱。

表19 2016-2017 年公司资本结构（单位：万元）

指标名称	2017 年	2016 年
负债合计	4,519,676.17	4,433,858.06
所有者权益合计	3,443,511.45	3,264,139.75
产权比率	131.25%	135.84%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

2017 年末公司流动负债达到 182.39 亿元，占公司总负债的 40.36%。公司流动负债主要为短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款、一年内到期的非流动负债以及其他流动负债。公司 2017 年末短期借款规模为 7.20 亿元，较上年减少 10.16%，主要用于补充公司运营资金。公司应付账款 2017 年末为 31.34 亿元，同比减少了 9.03%，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。公司其他应付款主要为往来款，2017 年末达到 63.42 亿元，较上年增长 16.98%，考虑到应付对象主要为海宁市政府单位和国有企业，其偿还时间存在弹性。公司一年内到期的非流动负债为 36.10 亿元，其中一年内到期的长期借款为 30.10 亿元，一年内到期的应付债券 6 亿元。2017 年末公司其他流动负债为 13.99 亿元，包括预提土地增值税 4.99 亿元和短期融资券 9.00 亿元，合计较上年大幅减少 27.83%，主要是公司 2017 年偿还了部分短期融资券所致。

表20 公司 2016-2017 年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	71,959.31	1.59%	80,100.90	1.81%
应付账款	313,361.34	6.93%	344,479.99	7.77%

预收款项	215,135.74	4.76%	181,219.68	4.09%
其他应付款	634,205.44	14.03%	542,156.93	12.23%
一年内到期的非流动负债	361,017.26	7.99%	297,675.16	6.71%
其他流动负债	139,878.93	3.09%	193,811.67	4.37%
流动负债合计	1,823,920.98	40.36%	1,709,852.23	38.56%
长期借款	692,816.32	15.33%	860,493.14	19.41%
应付债券	1,287,179.27	28.48%	1,152,196.52	25.99%
长期应付款	501,603.64	11.10%	533,258.82	12.03%
非流动负债合计	2,695,755.19	59.64%	2,724,005.84	61.44%
负债合计	4,519,676.17	100.00%	4,433,858.06	100.00%
有息负债	3,012,713.92	66.66%	3,078,641.06	69.43%

资料来源：公司 2016-2017 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。2017 年末公司长期借款为 69.28 亿元，期末余额同比减少 19.49%，主要系保证借款大幅减少所致。截至 2017 年末，公司应付债券 128.72 亿元，同比增长了 11.72%，公司 2017 年发行了 17 海资公司债一期和二期，以及 17 年非公开发行公司债券（第一期），合计募集资金 30 亿元。公司 2017 年末长期应付款为 50.16 亿元，同比大幅增长，主要是债务置换所形成。

表21 截至 2017 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	期末数
13 海宁债	2013/3/6	7 年	150,000.00	89,563.00
14 招商银行中期票据	2014/9/24	5 年	100,000.00	100,000.00
14 中信银行定向债	2014/7/17	3 年	100,000.00	99,550.00
14 海宁城投债	2014/10/22	7 年	130,000.00	103,505.16
中期票据	2015/11/24	5 年	100,000.00	99,131.02
15 海宁城投定向债	2015/12/1	3 年	50,000.00	49,893.12
2015 海宁资产 PPN001	2015/6/19	5 年	50,000.00	49,630.14
2015 海宁资产 PPN002	2015/7/24	5 年	50,000.00	49,615.34
2015 海宁资产 PPN003	2015/12/9	5 年	50,000.00	49,558.63
16 海宁资产 PPN001	2016/4/18	5 年	50,000.00	49,496.25
16 海资 01	2016/8/17	5 年	100,000.00	99,356.56
16 年非公开发行公司债	2016/7/5	5 年	100,000.00	99,789.49
16 海宁城投定向债	2016/11/18	3 年	50,000.00	49,780.61
17 海资公司债一期	2017/4/12	7 年	100,000.00	99,325.89
17 海资公司债二期	2017/8/3	7 年	100,000.00	99,247.62
17 年非公开发行公司债券（第一期）	2017/5/24	5 年	99,736.45	99,736.45
合计	-	-	1,379,736.45	1,287,179.28

资料来源：公司 2017 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务规模较大，截至 2017 年末为 301.27 亿元，较上年减少 2.14%，占全部负债总额的比重为 66.66%，其中短期有息负债 53.11 亿元，公司债务压力较大，且仍然面临一定的短期偿还压力。

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 56.76%。2017 年公司主要使用长期负债补充流动资金，且受到股东的资金支持，因此公司流动比率和速动比率也较上年有所提高，分别为 5.86 和 2.76。由于利润总额较上年有所下滑，公司 EBITDA 水平也较上年下降，EBITDA 对利息的保障能力随之有所下滑。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22 公司 2016-2017 年偿债能力指标

指标名称	2017 年	2016 年
资产负债率	56.76%	57.60%
流动比率	2.22	2.56
速动比率	1.05	1.24
EBITDA（万元）	206,168.62	271,545.07
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.86
有息债务/EBITDA	14.61	11.34

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

2017年末公司对外担保规模较大，面临一定的或有负债风险

截至2017年末，公司对外担保金额总计168.74亿元（见附录五），占2017年末公司所有者权益的49.00%。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，面临一定的或有负债风险。

七、评级结论

2017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，为公司发展提供了良好的基础；公司持有海宁皮城和钱江生化两家上市公司的股权，均为第一大股东，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；2017年公司继续受到较大力度的外部支持。

同时，鹏元也关注到了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，造成了物业租赁和管理收入下滑；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	2017年	2016年	2015年
货币资金	658,883.32	662,776.47	651,977.13
应收票据	3,597.01	2,754.66	3,293.68
应收账款	26,925.91	37,338.46	31,390.38
预付款项	187,394.35	186,496.00	173,485.85
应收利息	17,220.30	32,722.30	14,797.45
其他应收款	936,508.47	1,042,833.70	939,708.14
应收股利	-	5,568.00	6,400.00
存货	2,145,105.40	2,261,338.28	1,954,286.69
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	78,134.52	146,751.68	63,768.25
流动资产合计	4,057,155.45	4,381,965.74	3,847,493.76
发放贷款及垫款	350.00	785.00	1,100.00
可供出售金融资产	495,850.67	405,544.92	405,101.72
长期应收款	93,000.00	128,156.40	161,156.40
长期股权投资	254,460.03	220,297.87	176,095.00
投资性房地产	702,705.29	729,250.01	566,400.74
固定资产	672,778.73	573,008.78	564,009.93
在建工程	1,259,928.39	1,004,769.02	1,033,604.41
工程物资	230.87	226.39	260.63
无形资产	195,492.10	43,246.55	37,472.35
商誉	14,407.75	-	-
长期待摊费用	7,844.58	8,974.24	8,225.94
递延所得税资产	17,634.06	12,403.01	10,492.59
其他非流动资产	191,349.69	189,369.88	212,239.91
非流动资产合计	3,906,032.17	3,316,032.08	3,176,159.63
资产总计	7,963,187.62	7,697,997.81	7,023,653.39
短期借款	71,959.31	80,100.90	86,755.04
应付票据	8,162.60	4,916.52	5,111.41
应付账款	313,361.34	344,479.99	397,825.06
预收款项	215,135.74	181,219.68	135,465.30
应付职工薪酬	7,804.66	6,160.29	4,722.19
应交税费	28,244.35	24,598.21	24,820.83
应付利息	41,181.84	32,113.24	36,178.03
应付股利	25.07	39.00	39.00
其他应付款	634,205.44	542,156.93	540,629.84
保险合同准备金	2,944.44	2,580.63	2,183.10

一年内到期的非流动负债	361,017.26	297,675.16	362,951.81
其他流动负债	139,878.93	193,811.67	127,240.99
流动负债合计	1,823,920.98	1,709,852.23	1,723,922.60
长期借款	692,816.32	860,493.14	1,141,489.25
应付债券	1,287,179.27	1,152,196.52	1,067,096.50
长期应付款	501,603.64	533,258.82	107,603.48
长期应付职工薪酬	2,428.41	2,831.71	3,313.81
专项应付款	144,913.70	115,605.22	94,430.77
预计负债	1,867.78		
递延所得税负债	6,563.03	64.32	67.03
递延收益	58,383.03	59,556.11	60,259.83
非流动负债合计	2,695,755.19	2,724,005.84	2,474,260.68
负债合计	4,519,676.17	4,433,858.06	4,198,183.29
实收资本(或股本)	200,000.00	200,000.00	200,000.00
资本公积	2,210,767.81	2,064,985.70	1,930,759.84
其它综合收益	11,481.17	-19.35	-23.06
盈余公积	10,339.65	9,353.36	7,154.24
未分配利润	423,749.15	416,100.46	363,258.97
归属于母公司所有者权益合计	2,856,337.78	2,690,420.16	2,501,149.99
少数股东权益	587,173.67	573,719.59	324,320.12
所有者权益合计	3,443,511.45	3,264,139.75	2,825,470.11
负债和所有者权益总计	7,963,187.62	7,697,997.81	7,023,653.39

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
一、营业总收入	643,765.94	497,270.75	439,661.38
其中：营业收入	642,257.96	495,778.73	438,903.78
利息收入	10.26	53.90	76.47
已赚保费	1,050.09	1,219.88	1,121.94
手续费及佣金收入	447.63	218.24	190.38
二、营业总成本	706,650.44	533,469.78	465,174.14
其中：营业成本	532,911.65	348,503.81	283,998.73
提取保险合同准备金净额	571.36	528.14	631.19
营业税金及附加	23,593.34	33,525.43	25,390.65
销售费用	27,086.08	25,297.27	22,713.61
管理费用	53,221.26	45,193.11	44,302.82
财务费用	62,595.42	77,352.06	87,095.63
资产减值损失	6,671.34	3,069.95	1,672.70
投资收益（损失以“-”号填列）	31,605.74	24,106.62	21,669.24
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	22,134.59	13,268.81	10,732.34
资产处置收益	9.23		
其他收益	158,418.76		
三、营业利润	127,149.22	-11,989.40	-3,843.53
加：营业外收入	2,072.85	136,270.63	108,984.56
减：营业外支出	78,282.90	20,516.27	3,796.66
其中：非流动资产处置净损失	-	1,285.73	116.81
四、利润总额	50,939.17	103,764.96	101,344.37
减：所得税	18,392.82	23,210.25	22,397.25
五、净利润	32,546.35	80,554.71	78,947.12
减：少数股东损益	17,227.99	22,270.70	26,154.88
六、归属于母公司所有者的净利润	15,318.36	58,284.01	52,792.24

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年	2016年	2015年
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	747,272.22	514,837.72	468,408.34
收到原保险合同保费取得的现金	994.40	1,089.28	1,350.49
收取利息、手续费及佣金的现金	485.36	284.30	266.85
收到的税费返还	8,265.73	4,080.24	9,844.76
收到其他与经营活动有关的现金	2,434,409.05	1,343,847.21	876,666.64
经营活动现金流入小计	3,191,426.76	1,864,138.76	1,356,537.08
购买商品、接受劳务支付的现金	481,477.17	472,620.76	327,393.16
支付给职工以及为职工支付的现金	44,651.19	37,022.84	33,672.27
支付的各项税费	58,604.64	62,028.83	81,412.33
支付其他与经营活动有关的现金	2,118,197.55	1,195,711.70	954,181.17
经营活动现金流出小计	2,702,930.55	1,767,384.13	1,396,658.93
经营活动产生的现金流量净额	488,496.21	96,754.62	-40,121.85
二、投资活动产生的现金流量			
收回投资收到的现金	661,132.19	298,791.38	229,123.76
取得投资收益收到的现金	15,791.18	13,069.22	10,677.20
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	195.17	558.28	111.91
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	7,631.61	3,190.83	-
收到其他与投资活动有关的现金	152,053.54	102,716.74	135,213.75
投资活动现金流入小计	836,803.68	418,326.45	375,126.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	242,317.48	272,129.24	418,895.89
投资支付的现金	742,084.57	380,880.00	204,836.83
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	60,183.92		
支付其他与投资活动有关的现金	135,850.00	133,846.60	46,370.75
投资活动现金流出小计	1,180,435.96	786,855.84	670,103.47
投资活动产生的现金流量净额	-343,632.28	-368,529.39	-294,976.86
三、筹资活动产生的现金流量			
吸收投资收到的现金	61,721.50	247,054.96	605.00
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	61,721.50	247,054.96	605.00
取得借款收到的现金	410,578.13	327,733.53	608,739.14
收到其他与筹资活动有关的现金	28,350.00	186,662.69	60,093.75
发行债券收到的现金	389,949.00	578,206.67	387,172.00
筹资活动现金流入小计	890,598.63	1,339,657.86	1,056,609.89
偿还债务支付的现金	836,446.52	815,995.11	449,894.72

分配股利、利润或偿付利息支付的现金	174,081.35	182,373.01	173,201.06
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	4,478.82	1,861.05	5,716.15
支付其他与筹资活动有关的现金	17,322.83	32,262.92	53,340.10
筹资活动现金流出小计	1,027,850.70	1,030,631.04	676,435.88
筹资活动产生的现金流量净额	-137,252.08	309,026.82	380,174.01
四、汇率变动对现金的影响	-279.71	234.11	-112.19
五、现金及现金等价物净增加额	7,332.13	37,486.15	44,963.12
加：期初现金及现金等价物余额	601,327.43	563,841.28	518,878.16
六、期末现金及现金等价物余额	608,659.57	601,327.43	563,841.28

资料来源：公司 2015-2017 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	2017年	2016年	2015年
净利润	32,546.35	80,554.71	78,947.12
加：资产减值准备	7,185.15	3,457.43	1,672.70
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	64,235.65	60,019.53	49,690.30
无形资产摊销	8,223.13	4,027.89	3,326.85
长期待摊费用摊销	3,474.44	3,155.65	2,729.55
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-9.23	103.01	53.13
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	523.04	1022.47	-
财务费用	70,581.67	77,894.22	87,798.21
投资损失	-31,605.74	-24,106.62	-21,673.03
递延所得税资产减少	-5,179.74	-1,910.42	-140.75
递延所得税负债增加	6,498.71	-2.71	-2.71
存货的减少	151,814.99	-347,575.11	-162,145.15
经营性应收项目的减少	176,524.99	-58,297.08	-107,682.57
经营性应付项目的增加	3,682.80	296,848.58	27,304.50
其他	-	1,563.06	-
间接法-经营活动产生的现金流量净额	488,496.21	96,754.62	-40,121.85
现金的期末余额	608,659.57	601,327.43	563,841.28
减：现金的期初余额	601,327.43	563,841.28	518,878.16
间接法-现金及现金等价物净增加额	7,332.13	37,486.15	44,963.12

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年	2016年	2015年
有息债务（万元）	3,012,713.92	3,078,641.06	2,861,007.49
资产负债率	56.76%	57.60%	59.77%
产权比率	131.25%	135.84%	148.58%
流动比率	2.22	2.56	2.23
速动比率	1.05	1.24	1.10
综合毛利率	17.03%	29.71%	35.29%
EBITDA（万元）	206,168.62	271,545.07	262,252.22
EBITDA 利息保障倍数	1.30	1.86	2.29
收现比	1.16	1.04	1.07

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录五 截至2017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
浙江钱塘江投资开发有限公司	10,000.00	2020/9/1
	17,182.75	2019/12/12
	7,400.00	2020/9/25
	50,000.00	2024/8/2
	12,000.00	2018/12/25
	6,000.00	2018/4/28
	6,300.00	2025/4/10
浙江海宁经编产业园区开发有限公司	5,000.00	2018/5/31
	3,000.00	2018/3/7
	5,000.00	2018/7/19
	28,200.00	2022/11/25
海宁市长安镇城建开发投资有限公司	5,900.00	2018/5/17
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	19,000.00	2021.10.10
	20,000.00	2019/3/31
	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
	4,000.00	2018/3/9
海宁市盐官新市镇开发有限公司	4,000.00	2018/12/18
海宁市盐仓综合开发有限公司	25,000.00	2020/9/1
海宁市沿江新市镇开发建设有限公司	16,000.00	2018/6/1
	8,250.00	2018/6/1
海宁市许村新市镇投资开发有限公司	20,000.00	2021/1/21
	20,000.00	2021/1/21
海宁市新市镇开发建设有限公司	314,252.06	2026/1/1
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	15,300.00	2020/7/28
	27,710.00	2020/1/2
	20,000.00	2022/12/5
海宁市文化旅游科技有限公司	30,000.00	2019/12/25
	25,000.00	2022/8/17
海宁市通程石油有限责任公司	8,076.73	2018/6/30
海宁市铁北新城有机更新有限公司	22,698.00	2018/12/22
	37,840.00	2019/7/25
	5,000.00	2019/7/25
	5,000.00	2019/7/25
海宁市人民医院	10,000.00	2018/5/15

海宁市钱塘新农村开发有限公司	7,000.00	2018/3/19
	4,500.00	2018/8/19
	11,600.00	2022/1/7
	5,000.00	2022/2/9
	20,000.00	2022/12/5
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	7,000.00	2026/9/29
	9,000.00	2021/9/1
	4,000.00	2018/3/16
	16,400.00	2022/10/18
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	8,000.00	2018/3/1
	21,750.00	2019/9/25
	7,000.00	2018/6/1
	23,000.00	2019/10/19
海宁市临杭新区建设投资有限公司	28,851.43	2018/12/2
	3,500.00	2018/5/1
海宁市旧区有机更新开发有限公司	15,000.00	2033/12/20
	38,800.00	2034/9/19
海宁市经济房建设发展中心	50,000.00	2020/1/13
海宁市尖山新区开发有限公司	20,000.00	2018/4/17
	20,000.00	2021/1/28
	30,000.00	2021/1/29
	27,018.92	2020/11/24
	2,700.00	2020/3/3
海宁市恒通开发公司	8,000.00	2020/9/23
	4,540.00	2019/6/25
	16,500.00	2019/6/25
海宁市海洲街道资产经营中心	8,000.00	2018/3/1
海宁市鼎青绿化投资有限公司	2,800.00	2018/9/18
	9,000.00	2018/8/10
海宁市城南新市镇开发有限公司	24,000.00	2019/11/8
海宁市城北水环境治理有限公司	8,000.00	2018/4/14
	3,750.00	2018/4/11
海宁轻纺产业基地投资开发有限公司	8,000.00	2018/3/29
海宁皮革城市场经营户	57,135.60	-
海宁临杭水利建设开发有限公司	16,000.00	2019/9/19
	10,000.00	2019/1/3
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	25,000.00	2019/12/22
海宁连杭科教新城开发有限公司	35,700.00	2021/12/31

	40,000.00	2018/12/10
海宁连杭发展集团有限公司	15,000.00	2020/4/24
	120,000.00	2032/3/16
海宁环西城镇化开发建设有限公司	4,800.00	2018/9/4
购置商铺及住宅的业主	7,861.31	-
财经学院东方学院长安校区	6,000.00	2018/2/21
财经学院东方学院长安校区	11,900.00	2020/4/8
购房业主	22,232.22	房贷日至权证办妥前、办理正式抵押后
合计	1,687,449.02	

注：公司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权证之前提供阶段性连带保证担保；海宁皮城为海宁皮城市场经营户提供融资性担保。

资料来源：公司 2017 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	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+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	负债总额/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+其他流动负债中的有息债务+1年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券+长期应付款
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。