

2013 年海宁市资产经营公司

**公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告**



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号:

中鹏信评【2019】跟踪第
【788】号 01

债券简称: 13 海宁债/PR
海宁债

债券剩余规模: 3 亿元

债券到期日期:
2020 年 03 月 06 日

债券偿还方式: 每年付息
一次, 在本期债券存续期
的第 3、4、5、6、7 年末
分别按照债券发行总额
20%、20%、20%、20%、
20%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@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股份
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.cspengyuan.com

2013 年海宁市资产经营公司公司债券 2019 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	2019 年 06 月 28 日	2018 年 06 月 26 日

评级观点:

中证鹏元资信评估股份有限公司(以下简称“中证鹏元”)对海宁市资产经营公司(以下简称“海宁资产”或“公司”)及其 2013 年 3 月 6 日发行的 15 亿元公司债券(以下简称“本期债券”)2019 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较大的资金压力, 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:

- 外部环境继续向好, 为公司发展提供了较好的外部环境。2018 年海宁市实现地区生产总值 948.73 亿元, 按可比价计算, 较上年增长 6.1%。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 2018 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燃气、水务等业务, 具有一定区域垄断性; 土地整理、基础设施和安置房建设在建项目规模较大, 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。2018 年公司及其下属子公司合计收到海宁市人民政府各类形式的资金、资产划入 23.91 亿元, 计入公司资本公积; 同时, 公司及

下属子公司于 2018 年收到的当地政府给予的各类补贴和税收返还增加公司其他收益 10.65 亿元。整体来看，公司 2018 年仍获得较大力度的外部支持。

关注：

- **公司项目建设存在较大的资金压力。**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 2018 年末，公司主要在建的项目仍需投入资金 70.85 亿元，存在较大的资金压力。
- **有息债务规模较大，偿付压力较大。**截至 2018 年末公司有息负债规模为 299.78 亿元，较上年末小幅下降，占全部负债总额的比重为 69.31%，其中短期有息负债 72.17 亿元，公司债务压力仍较大，且应付债券已进入集中偿还期，面临较大的短期偿还压力。
- **对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。**截至 2018 年末，公司对外担保金额总计 162.79 亿元，占 2018 年末公司所有者权益的 43.78%。担保对象主要为海宁市政府下属公司及关联单位，但公司对外担保涉及金额较大，面临一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	8,043,530.95	7,963,187.62	7,697,997.81
所有者权益	3,718,619.35	3,443,511.45	3,264,139.75
有息债务	2,997,765.48	3,012,713.92	2,963,035.84
资产负债率	53.77%	56.76%	57.60%
流动比率	2.08	2.22	2.56
营业收入	702,930.11	643,765.94	497,270.75
其他收益	106,485.12	158,418.76	-
营业外收入	1,064.47	2,072.85	136,270.63
利润总额	57,100.03	50,939.17	103,764.96
综合毛利率	19.30%	17.03%	29.71%
EBITDA	256,072.98	206,168.62	271,545.07
EBITDA 利息保障倍数	1.45	1.30	1.86
经营活动现金流净额	271,847.36	488,496.21	96,754.62

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

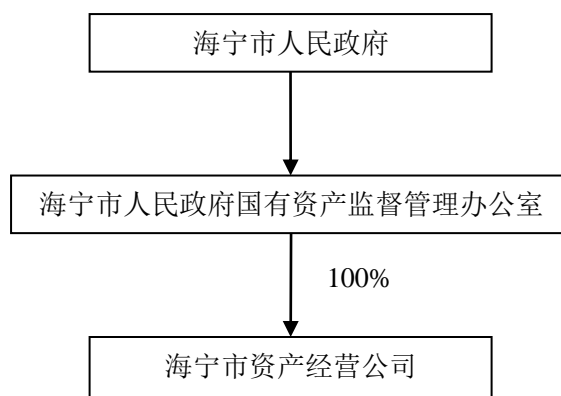
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年3月6日公开发行15亿元7年期固定利率公司债券，发行票面利率为6.08%。本期债券募集资金用中3亿元用于海昌路东侧区块保障性住房，2亿元用于海宁丝厂区块保障性住房，5亿元用于群利二期保障性住房，1.5亿元用于硖尖公路北段改建工程，2亿元用于长水塘水源生态湿地工程，1.5亿元用于沪杭客专海宁西站许村至长安连接线工程。截至2019年3月21日，本期债券募集资金专户余额为735,159.51元。

二、发行主体概况

2019年2月14日公司发布公告称，根据中共海宁市委、海宁市人民政府关于印发《海宁市机构改革方案》（海委发[2019]3号），海宁市资产经营公司出资人由海宁市国有资产监督管理局调整为海宁市人民政府国有资产监督管理办公室；同日，公司公告称曹立群先生因海宁市人民政府的决定，免去公司董事长、总经理职务，蒋雪标先生因海宁市人民政府的决定，任公司董事长、总经理。上述变化完成后公司实际控制人仍为海宁市人民政府，截至2019年5月末，公司注册资本和实收资本仍为20亿元，注册资本、实收资本均未发生变更。

图1 截至2019年5月末公司股权结构情况



资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

公司系海宁市国有资产管理运营平台，截至2019年5月末公司持有海宁皮城（股票代码：002344）52.62%的股份（其中直接持股34.26%、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。

2018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。截至2018年12月31日，纳入公司合并范围的子公司共有99家，其中2018年新增17家，减少1家。

表1 2018年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
海宁市森立绿化工程有限责任公司	100%	200	绿化树苗、花卉生产批发和市政工程等	划入
海宁市万通燃气有限责任公司	100%	50	管道燃气供气等	划入
哈尔滨北方环保工程有限公司	60%	3,000	污水处理	股权转让
海宁原译共享服装有限公司	60%	300	服百、鞋帽、箱包、皮其制表等批发和零售等	设立
海宁时尚潮城文化创意有限公司	100%	10	文化创意服务	设立
海宁颐和医养健康管理有限公司	100%	50	老年养护服务、健康医疗项目等	设立
海宁市通程广告有限公司	100%	500*	路牌、路标、广告牌安装施工等	设立
海宁市通程置业有限公司	100%	500*	房地产开发	设立
海宁市通程绿化有限公司	100%	500*	园林绿化工程施工与养护等	设立
海宁市弄潮儿股权投资合伙企业（有限合伙）	48%	3,500	股权投资、实业投资等	设立
浙江天越建设工程有限公司	100%	5,000	公路、园林绿化、环保等工程的承包和施工	设立
海宁市海云宜居环境工程有限公司	100%	1,000	道路清扫保洁、垃圾收集转运等	设立
东方环宇污泥处置有限公司	90%	2,000	有机固废项目投资、有机固废处置等	设立
河南海云净水材料有限公司	55%	1,000	净水材料的生产销售	设立
浙江浩翔环境服务有限公司	100%	3,000*	污水处理、固废处理	设立
宾县金河湾污水处理有限公司	100%	1,311*	污水处理	设立
海宁欣源水务	100%	10,000*	给排水基础设施建设及管理	设立
2、不再纳入合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
五家渠海宁皮革城有限公司	100%	500	市场开发建设和经营管理	划出

注：加*的子公司为注册资本未全额实缴

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

三、外部运营环境

(一) 宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，2019 年基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

2018 年我国坚持以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展，全年实现国内生产总值（GDP）90.03 万亿元，比上年增长 6.6%。新旧动能持续转换，质量效益稳步提升，全年规模以上工业中，战略性新兴产业增加值比上年增长 8.9%。高技术制造业增加值增长 11.7%。装备制造业增加值增长 8.1%。全年规模以上服务业中，战略性新兴产业营业收入比上年增长 14.6%。然而，我国改革发展稳定任务依然艰巨繁重，2018 年，消费支出、投资、出口均出现不同程度的放缓，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为扩张性财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需

求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2018 年上半年，城投行业依旧延续从严监管的态势，监管政策密集发布，一方面严防城投公司依托政府信用违规举债，进一步规范其融资行为，另一方面支持地方政府依法依规发行债券。2 月，发展改革委、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。3 月,财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号),从出资人问责角度,严堵地方违规融资。5 月,财政部发布《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号),明确允许地方政府可以发行债券“借新还旧”,增加了一般债券和普通专项债券的期限类型,有利于调整债务结构、缓解地方政府债务的偿还压力。

2018 年下半年,随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台,城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7 月,国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展,确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施,引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求,对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10 月,国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号),明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任。

表2 2018 年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
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)	发展改革委、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
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》(财预[2018]34 号)	财政部	强调地方政府举债要与偿还能力相匹配，提出合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开五个方面进行地方政府债务限额管理和预算管理
2018 年 3 月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23 号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018 年 5 月	《关于做好 2018 年地方政府债券发行工作的意见》(财库[2018]61 号)	财政部	明确地方政府债券可以“借新还旧”，统一地方政府一般债券和普通专项债券的期限类型，鼓励地方政府债券投资主体多元化，要求加强债券资金管理
2018 年 10 月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101 号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

海宁市经济基础较好，工业继续占据经济主导地位，2018 年经济保持增长但增速回落

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。2018 年海宁市实现地区生产总值 948.73 亿元，按可比价计算，较上年增长 6.1%，增速较上年下降 1.9 个百分点。其中第一产业实现增加值 17.63 亿元，同比下降 0.5%，第二产业实现增加值 538.02 亿元，同比增长 7.0%，第三产业实现增加值 393.09 亿元，同比增长 5.2%。三次产业结构比由上年的 2.5:55.4:42.1 调整为 1.9:56.7:41.4，第二产业在地方生产总值中的比重较上年上升，而第三产业占比则有所下降。2018 年末海宁市常住人口达到 85.85 万人，2018 年海宁市户籍人口人均生产总值为 136,701 元，是全国人均生产总值的 211.47%，人均 GDP 水平较高。

表3 2017-2018年海宁市主要经济指标（单位：亿元）

项目	2018年		2017年	
	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值	948.73	6.1%	866.07	8.0%
第一产业增加值	17.63	-0.5%	21.76	2.0%
第二产业增加值	538.02	7.0%	479.40	9.2%
第三产业增加值	393.09	5.2%	364.91	7.0%
规模以上工业增加值	351.83	7.6%	317.98	10.7%
固定资产投资	-	7.6%	591.05	11.0%
社会消费品零售总额	439.43	8.6%	407.1	10.0%
进出口总额	563.15	16.2%	484.82	17.3%
存款余额	1504.68	12.8%	1,334.46	3.9%
贷款余额	1221.29	13.9%	1,072.63	14.1%
人均 GDP（元）	136,701		126,251	
人均 GDP/全国人均 GDP	211.47%		211.62%	

资料来源：海宁市 2017-2018 年国民经济和社会发展统计公报

2018 年海宁市实现规模以上工业增加值 351.83 亿元，比上年增长 7.6%。规模以上工业总产值达 1,810.69 亿元，增长 11.5%，其中轻工业实现产值 964.94 亿元，增长 9.8%，重工业实现产值 845.75 亿元，增长 13.5%。新兴产业稳步发展，规模以上工业中，高新技术产业增加值 199.82 亿元，比上年增长 8.9%，占规模以上工业的比重为 56.8%；装备制造业增加值 114.84 亿元，增长 13.7%，占规模以上工业的比重为 32.6%。规模以上数字经济核心产业、节能环保、高端装备、时尚制造业增加值分别增长 10.7%、10.9%、20.0% 和 9.3%。

2018 年海宁市固定资产投资增速回落至 7.6%，其中民间投资增长 20.8%，占 74.6%。基础设施、服务业、高新技术产业、生态环保、公共设施投资和交通投资分别增长 12.8%、14.5%、23.7%、22.3% 和 26.9%。全年房地产开发投资比上年增长 29.2%，其中住宅投资增长 38.9%，新开工施工面积 186.80 万平方米。全年商品房销售面积 204.20 万平方米，下降 1.3%，商品房销售额 301.10 亿元，同比增长 31.7%。

2018 年海宁市进出口总额为 563.15 亿元，较上年增长 16.2%。从出口市场情况看，对大洋洲和非洲出口增长较快，分别增长 101.4% 和 44.4%；对“一带一路”沿线国家合计出口 169.01 亿元，增长 14.4%。在出口产品中，机电高新产品出口 132.49 亿元，增长 35.3%；高新技术产品出口 1.54 亿元，下降 81.8%。

2018 年海宁市实现公共财政收入 89.00 亿元，比上年增长 14.5%，税收占比达 93.9%，公共财政收入质量较好；同期海宁市公共财政支出为 83.15 亿元，较上年同比增长 1.5%，其中用于教育、文化、社会保障、医疗卫生、节能环保等的民生支出 65.79 亿元，增长 2.7%，

占公共财政收入的比重为 79.1%。财政自给率（公共财政收入/公共财政支出）为 107.04%，财政自给能力较好。

2018 年，中国皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业整体上维持了与上年相近的规模。根据中国轻工业网的数据，2018 年全国规模以上皮革主体行业完成主营业务收入 12,092.45 亿元，同比增加 4.84%，实现利润总额 720.98 亿元，同比增加 4.15%。由于北欧、东欧和日韩市场回暖，我国 2018 年裘皮服装出口量和出口金额均较上年同比增长 10% 以上，而鞋类制品出口量较上年波动不大。从行业景气指数来看，2018 年全年皮革主体行业景气指数较 2017 年小幅回升。

从国内来看，近年来政府环保部门对皮革企业的废污排放量规定更加严格，使皮革行产品生产企业不得不更新其生产设施，提升了企业的运营成本。从国际市场来看，受到中美贸易摩擦和动物保护主义的影响，皮革主体行业企业不得不降低售价和开拓新市场以保持竞争力。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。但近年皮革行业整体压力上升，且全国专业市场行情持续下行，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。

由于物业租赁管理和商品销售等业务收入同比增长，2018 年公司实现营业收入 70.29 亿元，同比增长 9.45%。其中，虽然海宁皮城经营的物业租赁及管理业务收入同比下降，但城投集团 2018 年经营的工人路商业中心等商铺项目产生了一定规模租赁收入，因此公司合并口径物业租赁及管理收入共计 11.41 亿元，同比增长 5.01%；房屋销售收入 22.46 亿元，同比减少 7.23%，两项业务合计在公司 2018 年营业收入中占比 48.18%，较上年小幅下降。

2018 年公司实现商品销售业务收入 6.98 亿元，较上年大幅增长 110.07%，主要是子公司海宁市通程石油有限责任公司销售石油实现约 4.52 亿元收入带来的贡献；由于行业竞争加剧和成本上升，钱江生化经营的生物制品实现收入 2.74 亿元，较上年减少 12.35%。此外，公司经营的土地整理、项目工程、燃气、水费、热电和污水处理业务收入均有不同程度的增长，但相对规模均较小。

毛利率方面，由于 2018 年房屋销售、商品销售和项目工程等业务毛利率均有不同程

度上升，公司综合毛利率由上年的 17.03% 小幅上升为 19.30%。

表4 公司营业收入结构及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
物业租赁及管理	114,137.81	53.15%	108,696.84	59.66%
房屋销售	224,560.90	13.96%	242,053.44	12.38%
商品销售	69,770.38	8.59%	33,213.15	4.91%
生物制品业	27,385.99	13.59%	31,243.82	21.83%
土地整理收入	54,475.34	0.11%	52,357.47	0.51%
项目工程	42,629.45	37.76%	32,325.22	-6.32%
燃气收入	49,576.62	0.72%	31,150.32	0.55%
水费收入	24,228.14	14.73%	-	-
热电行业	15,986.71	16.34%	14,592.04	17.06%
污水处理收入	28,728.44	-29.11%	12,818.48	-189.32%
其他	51,450.33	38.14%	83,807.18	35.15%
合计	702,930.11	19.30%	642,257.96	17.03%

注：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

受到皮革行业和实体经济景气度不高的影响，海宁皮城商铺租金持续下调，其业务收入和毛利率均进一步较上年下滑

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建立了业内规模较大的连锁市场。截至 2018 年末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、山东济南以及郑州批发中心等。由于商铺租赁单价下调等因素，2018 年海宁皮城实现营业收入 17.03 亿元，同比减少 8.92%。

表5 海宁皮城 2017-2018 年营业收入结构（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
物业租赁及管理	99,602.33	54.07%	106,555.71	59.10%
商品销售	21,848.50	7.54%	33,213.15	4.90%
商铺及配套物业销售	35,131.59	59.57%	29,191.56	71.58%
酒店	3,329.98	22.30%	3,767.87	28.26%
其他业务	10,349.49	38.42%	15,709.53	42.70%
合计	170,261.89	47.66%	186,929.84	49.09%

资料来源：海宁皮城2017-2018年度报告，鹏元整理

物业租赁方面，2018年海宁皮城出租商铺面积与上年基本持平，为153.24万平方米。在全国实体专业市场持续下行的宏观环境下，受部分市场商铺租赁单价下调、市场结构调整等因素影响，海宁皮城物业租赁及管理收入均有所下滑，合计为9.97亿元，同比下降6.53%。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59.10%下降为54.07%。

表6 海宁皮城物业租赁情况

项目名称	2018年	2017年
可出租商铺面积（万平方米）	153.24	155.00
已出租商铺面积（万平方米）	153.24	155.00
商铺租赁收入（万元）	97,712.58	105,159.36
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）	1,889.75	1,396.35
租赁收入合计（万元）	99,691.98	106,555.71

资料来源：公司提供

2018年，海宁皮城销售商铺并结转3.10万平方米，由于结算面积增加，故海宁皮城当年实现商铺销售收入3.51亿元，收入较上年同比增长20.35%。海宁皮城2017年以前的住宅开发销售收入主要为皮城东方艺墅区块的收入，皮城东方艺墅2017年已完成销售，后续无相关销售收入。

表7 海宁皮城物业销售结算情况（单位：万平方米、万元）

项目	2018年		2017年	
	结算面积	结算收入	结算面积	结算收入
商铺销售	3.10	35,131.59	2.70	27,333.41
住宅开发销售	-	-	0.21	1,858.15
合计	-	35,131.59	-	29,191.56

资料来源：公司提供

近年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，建设连锁市场的进度有所放缓，截至2018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以及海宁时尚创业园，预计总投资规模20.60亿元，未来尚需投入资金7.52亿元。

表8 截至2018年末海宁皮城主要在建项目情况（单位：万元）

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	120,000.00	93,390.70	2018.12
海宁时尚创业园	86,000.00	37,398.28	2020.7
合计	206,000.00	130,788.98	

资料来源：公司提供

公司商品销售收入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。2018 年海宁皮城商品销售收入 2.18 亿元，同比减少了 34.22%，主要系宏观经济环境影响所致。

2018 年受到行业竞争加剧以及化工行业环保政策趋严的影响，钱江生化收入同比下滑，毛利率则由于原材料价格上升而持续下降

公司生物制药和热电业务由子公司钱江生化经营，其生物制品主要包括农药、兽药等，热电行业主要是对外供热（蒸汽）和供电。2018 年钱江生化实现营业收入 4.34 亿元，较上年同比减少了 7.22%。2018 年生物制品业实现销售收入 2.74 亿元，同比减少 12.35%。分产品来看，农药 2018 年实现销售收入 2.60 亿元，较上年同期减少 4.98%，主要系赤霉酸行业竞争加剧以及公司 2018 年停产检修一个月，产能影响所致；兽药实现销售收入 1,420.69 万元，较上年同期减少 51.02%，主要系公司产品结构调整，减少兽药产能所致。总体来看，公司生物制品业 2018 年毛利率较上年下降了 8.24 个百分点，近年来持续下降，主要原因是 2018 年国家环保政策趋严，化工企业关停整合导致产量减少等因素影响，此外公司生产所需的化工原材料（玉米淀粉、葡萄糖等）采购价格同比均有较大的上涨，生产成本大大提高。

2018 年钱江生化热电行业实现对外销售收入 1.60 亿元，相比上年增加 9.56%，主要系新增客户及用汽量增加所致，热电行业毛利率为 16.34%，较上年小幅下降，主要是煤炭价格 2018 年上升所致。

表9 钱江生化营业收入结构（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
生物制品业	27,385.99	13.59%	31,243.82	21.83%
热电行业	15,986.71	16.34%	14,592.04	17.06%
其他	11.29	91.59%	922.59	60.75%
小计	43,383.99	14.62%	46,758.45	21.11%

资料来源：钱江生化2017-2018年报，鹏元整理

由于项目规模下降，城投集团经营的房产销售业务2018年小幅下降；同时，2018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，公司面临较大的资金压力

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，2018 年实现营业收入 30.58 亿元，相比上年增长 4.03%，主要是土地整理和燃气销售的业务收入增长所致。

表10 城投集团营业收入结构（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
房产销售	184,671.96	5.49%	199,273.03	3.54%
其中：保障安置房销售	56,299.60	-17.79%	87,871.17	-3.30%
商品房销售	90,679.13	17.05%	111,401.86	8.93%
商业地产销售	37,693.23	12.47%	-	-
土地整理	54,475.34	0.11%	52,357.47	0.51%
燃气销售	49,576.62	0.72%	31,150.32	0.55%
其他	17,111.33	59.56%	11,200.75	46.97%
合计	305,835.25	6.78%	293,981.57	4.34%

注：其他收入包括租赁、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。2018 年城投集团未完成新的拆迁，保障安置房新开工面积 11.50 万平方米，当年竣工面积 4.30 万平方米，安置房销售收入大幅下降为 5.63 亿元，主要系确认收入项目规模大幅下降所致。

表11 公司 2017-2018 年安置房建设和销售情况（单位：万平方米、万元）

项目	2018 年	2017 年
安置房新开工面积	11.50	15.52
安置房竣工面积	4.30	25.50
安置房销售收入	56,299.61	87,871.17

资料来源：公司提供

城投集团房地产商品房销售业务收入来自安置房项目中按市场价格销售的部分。由于项目规模有所下降，2018 年城投集团实现商品房销售收入 9.07 亿元，较上年减少 18.60%。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，2018 年城投集团商品房销售业务毛利率为 17.05%，较上年大幅上升。截至 2018 年末，

公司在建安置房预计总投资 30.75 亿元，未来仍需投资 10.39 亿元，此外投资规模 2.5 亿元的长田区块安置房 2018 年 6 月末完成投资但尚未结算。作为海宁市主要从事安置房建设的企业，截至 2018 年末公司存货中安置房项目的账面价值仍有 85.79 亿元，按上述模式可为公司房产销售业务未来收入提供较好的保障，但亦存在一定的资金压力。截至 2018 年末，本期债券募投项目已完工并按约定确认收入。

表12 截至 2018 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
双凤二期安置房	102,343	101,029	1,314	2019.6.30
红纸坊安置房	15,106	14,920	186	2019.8.10
怡景湾	105,000	67,166	37,834	2020.1.31
硖北里二期	85,047	20,500	64,547	2021.12.31
合计	307,496	203,615	103,881	

资料来源：公司提供

城投集团的商业地产销售系 2018 年新增收入，实现商业地产销售收入 3.77 亿元。其中主要来自其子公司海宁市城镇有机更新有限公司自筹资金建设的工人路商业中心项目，该项目 2018 年销售 7,090.97 平方米，确认收入 2.65 亿元，其余部分来自城投集团安置房项目中的商铺销售。截至 2018 年末，工人路商业中心项目销售进度为 15%，后续仍可为公司贡献一定规模的收入。此外，项目中有部分商铺或商业地产由城投集团及其子公司自持对外租赁，可为公司收入提供一定的补充。

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。2018 年城投集团土地整理面积 280 亩，土地出让面积 256 亩，截至 2018 年末城投集团已整理可出让土地面积 5,851.36 亩。2018 年公司获得的土地整理收入为 5.45 亿元，相比上年增长 4.01%，主要是在 2018 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13 城投集团土地出让业务情况

项目	2018年	2017年
土地整理面积（亩）	280	336
土地出让面积（亩）	256	418
期末可出让土地面积（亩）	5,851.36	6,100.20
土地整理收入（亿元）	5.45	5.24

资料来源：公司提供

截至 2018 年末，公司整理中的主要地块已投资 44.41 亿元，尚需投资 28.45 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14 截至 2018 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 2018 年末已投资	剩余毛地面积
高丰村区块拆迁项目	47,448.59	44,104.35	704.00
长田村区块拆迁项目	82,643.95	11,955.37	1,509.30
伊桥村区块拆迁项目	41,750.53	18,516.80	666.50
农丰社区区块拆迁项目	20,707.27	14,675.72	179.50
双凤村区块拆迁项目	69,978.43	10,191.03	1,840.88
民和村区块拆迁项目	58,427.26	5,466.45	1,034.87
东长村区块拆迁项目	16,978.07	6,183.33	755.00
联和村区块拆迁项目	35,108.97	13,152.22	1,317.00
西环村区块拆迁项目	21,327.03	21,327.03	1,667.02
群利社区区块拆迁项目	10,352.24	10,352.24	179.60
荷叶村区块拆迁项目	31,125.47	11,366.31	1,328.83
永丰村区块拆迁项目	23,711.16	7,732.01	947.87
环东西山区块拆迁项目	198,045.84	198,045.84	404.35
钱江生化区块拆迁项目	40,749.93	40,749.93	134.78
金潮实业区块拆迁	6,866.43	6,866.43	53.40
南郊社区区块拆迁项目	4,621.16	4,621.16	13.37
泰隆、泰兴拆迁区块	2,675.18	2,675.18	26.73
青年科技区块拆迁项目	2,019.20	2,019.20	100.98
文苑桥西堍区块拆迁项目	698.38	698.38	10.00
其他	13,424.32	13,424.32	55.96
合计	728,659.41	444,123.30	12,929.94

资料来源：公司提供

此外，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，2018 年实现燃气销售收入

4.96 亿元，相比上年大幅增加 59.15%，主要是供气范围扩大和客户需求增长所致。该项业务毛利率较低，主要是浙江省物价局设置了较低的管道运输价格标准值所致。

除了城投集团以外，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 2018 年末，上述子公司在建的基础设施合计总投资约 49.62 亿元，已投资 25.13 亿元，未来尚需投资 24.49 亿元。综上，截至 2018 年末公司在在建皮革市场、整理土地、在建基础设施和安置房合计总投资约 173.83 亿元，未来尚需投资 70.85 亿元，公司面临较大的资金支出压力。

截至 2018 年末公司子公司经营的水务、污水处理等业务存在一定区域垄断性，能为公司收入提供一定的补充

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。2018 年公司确认水费收入 2.42 亿元；而污水处理方面，2018 水务集团处理污水 10,86.45 吨，实现污水处理收入 2.87 亿元，由于污水处理业务公益性较强，其毛利率仍然为负。污水处理等业务存在一定的区域垄断性，持续性较好，能够为公司业务收入提供一定的补充。

2018 年公司继续受到较大力度的外部支持

2018 年公司继续受到较大力度的外部支持。根据海财会〔2019〕525 号、《关于海宁市城市发展投资集团有限公司及其下属子公司 2018 年度财政拨款的财务处理意见函》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 23.91 亿元，计入资本公积；公司 2018 年权益投资损益变动、核算方式变化等影响公司资本公积增加 2.60 亿元。另外，受到公司部分子公司无偿划转出合并范围、股权转让、以及资本公积冲减以前年度与政府部门年度往来款等事项影响，公司资本公积合计减少 6.20 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 2018 年度财政拨款的财务处理意见的函》等文件，当地政府给予公司及下属子政府补贴收入合计 10.65 亿元计入其他收益，62.94 万元计入营业外收入，有力的增强了公司的盈利能力。

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 2017-2018 年审计报告，公司的财务报表按照新会计准则进行编制。2018 年

公司合并范围内新增 17 家子公司，减少 1 家子公司，详见表 1。

财务分析

资产结构与质量

公司资产规模小幅增长，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

2018 年末公司总资产达到 804.35 亿元，较上年末小幅增长 1.01%。公司资产增长主要集中于对外投资和在建工程，因此期末公司资产中非流动资产占 51.95%，占比较上年进一步上升。

截至 2018 年末，公司流动资产主要是货币资金、其他应收款和存货。2018 年末公司货币资金规模为 70.43 亿元，规模较上年增长 6.89%，其中受限资金规模为 5.41 亿元，占比为 7.68%，主要是结构性存款和担保保证金等。公司其他应收款为 81.63 亿元，较上年减少 14.41%。其中主要是其他应收款（不包括应收利息和应收股利，下同）79.74 亿元，较上年减少 13.91 亿元，主要是 2018 年公司收回了部分往来款所致，2018 年末公司往来款账面余额占其他应收款余额的 94.73%。其中公司应收海宁市财政局的款项为 24.87 亿元，占公司 2018 年末其他应收款余额的 30.86%，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市文化旅游科技有限公司等。公司应收对象主要为政府单位和国有企业，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。2018 年末公司预付款项为 18.82 亿元，主要为公司预付的土地出让金，但其账龄集中在 3 年以上，对公司资金造成占用。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 2018 年末存货规模为 207.23 亿元，较上年减少 3.39%。其中开发成本 135.37 亿元，包括土地整理 65.57 亿元和安置房 45.50 亿元；开发产品 67.58 亿元，主要包括在建安置房项目 40.28 亿元。2018 年末存货中已抵押土地的账面价值为 28.14 亿元，占存货账面价值的 13.58%。

2018 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。2018 年末公司可供出售金融资产账面价值为 45.97 亿元，较上年减少 7.30%，主要系 2018 年公司向嘉兴市原水投资有限公司（以下简称“原水投资”）开始实施重大影响而重分类为权益法核算等事项的影响。2018 年末公司长期股权投资为 40.18 亿元，较上年大幅增长 57.09%。主要为公司对联营企业的投资，增加部分主要系公司对原水投资重分类，以及公司对浙江泉潮旅游开发有限公司、海宁

盐官古城旅游股份有限公司、浙江海宁鹃湖科技城投资有限责任公司等企业的追加或新增投资。

2018 年末公司投资性房地产账面价值 74.59 亿元，较上年小幅增加 6.14%，增加部分主要来自存货、固定资产和无形资产的转入。固定资产主要为房屋建筑物及城建市政资产、机器设备等，较上年增加 60.51%，系 2018 年由在建工程转入道路整修项目 33.15 亿元和城市基础建设工程 13.15 亿元所致。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，2018 年末在建工程为 67.41 亿元，较上年大幅减少 46.51%，主要是工程完工转固所致。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。2018 年末公司其他非流动资产为 44.20 亿元，主要包括浙江大学国际校区的教育园区资产 32.19 亿元以及子公司城投集团及其子公司社发集团以融资用途持有的房产 1.77 亿元等，该部分资产收益性也较弱。

表15 公司 2017-2018 年主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	704,250.12	8.76%	658,883.32	8.27%
其他应收款	816,262.36	10.15%	953,728.77	11.98%
预付款项	188,222.40	2.34%	187,394.35	2.33%
存货	2,072,317.86	25.76%	2,145,105.40	26.94%
流动资产合计	3,864,631.73	48.05%	4,057,155.45	50.95%
可供出售金融资产	459,656.67	5.71%	495,850.67	6.23%
长期股权投资	401,799.26	5.00%	254,460.03	3.20%
投资性房地产	745,880.52	9.27%	702,705.29	8.82%
固定资产	1,079,900.53	13.43%	672,778.73	8.45%
在建工程	674,089.33	8.38%	1,260,159.26	15.82%
无形资产	241,016.42	3.00%	195,492.10	2.45%
其他非流动资产	442,012.60	5.50%	191,349.69	2.40%
非流动资产合计	4,178,899.22	51.95%	3,906,032.17	49.05%
资产总计	8,043,530.95	100.00%	7,963,187.62	100.00%

资料来源：公司2017-2018年审计报告，鹏元整理

截至 2018 年末公司所有权或使用权受到限制的资产合计为 43.09 亿元，其中存货 28.14 亿元，固定资产 5.84 亿元，占公司资产总额的 25.36%，公司资产受限比例不大。整体来看，2018 年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 2019 年 5 月末公司仍持有海宁皮城 52.62% 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 27.71% 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。

盈利能力

2018 年公司营业收入规模和综合毛利率均同比上升，但公司盈利仍主要依靠投资收益与外部支持

由于物业租赁管理和商品销售等业务收入同比增长，2018 年公司实现营业收入 70.29 亿元，同比增长 9.45%。海宁皮城经营的物业租赁业务仍有一定持续性，此外公司在海宁范围内经营的安置房建设、土地整理、供水和燃气等业务仍有一定的区域垄断性，未来收入有一定保障。由于 2018 年房屋销售、商品销售和项目工程等业务毛利率均有不同程度上升，公司综合毛利率由上年的 17.03% 小幅上升为 19.30%。另一方面，2018 年公司收到政府补贴 10.65 亿元计入其他收益，较上年大幅减少，因而公司营业利润由上年为 7.87 亿元较上年减少 38.08%；由于公司股权投资和理财产品投资规模扩大，公司 2018 年实现投资收益 3.50 亿元，同比增长 10.67%。

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 2018 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 2.27 亿元计入营业外支出。由于营业外支出规模大幅收窄，公司 2018 年利润总额 5.71 亿元，较上年增长 12.09%。总体来看，2018 年公司营业收入规模和综合毛利率均同比上升，但公司盈利仍主要依靠外部支持。

表16 公司 2017-2018 年主要盈利能力指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
营业收入	702,930.11	642,257.96
投资收益	34,977.24	31,605.74
其他收益	106,485.12	158,418.76
营业利润	78,731.52	127,149.22
营业外收入	1,064.47	2,072.85
利润总额	57,100.03	50,939.17
综合毛利率	19.30%	17.03%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流持续净流入，2018 年投资活动现金流出大幅下降，但公司仍有较大的投资缺口和融资需求

2018 年公司收现比为 0.99，获现能力仍然较好但较上年小幅弱化，尽管公司营业收

入有所增长，但公司销售商品、提供劳务收到的现金流为 69.30 亿元，同比下降 7.27%，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 1.04%。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和国有企业资金往来频繁，2018 年公司与其他企业单位的往来款体现为净流入，因此总体来看 2018 年公司经营活动现金净流入 27.18 亿元，仍表现较好。

公司 2018 年投资活动现金净流出 24.64 亿元，净流出规模较上年大幅下降。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。

筹资活动方面，2018 年公司筹资活动现金流入主要为借款募集到的资金，外部融资规模较上年进一步加大，筹资活动现金流入较上年增至 96.32 亿元；另外 2018 年公司偿还债务支出的现金较上年有所减少，整体来看公司 2018 年筹资活动现金净流量转为净流入 1.60 亿元。考虑到公司 2018 年末在建项目规模较大，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17 公司 2017-2018 年现金流量情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年
收现比	0.99	1.16
销售商品、提供劳务收到的现金	692,960.86	747,272.22
收到的其他与经营活动有关的现金	3,172,738.21	2,434,409.05
经营活动现金流入小计	3,873,983.93	3,191,426.76
购买商品、接受劳务支付的现金	486,475.99	481,477.17
支付的其他与经营活动有关的现金	3,002,291.99	2,118,197.55
经营活动现金流出小计	3,602,136.56	2,702,930.55
经营活动产生的现金流量净额	271,847.36	488,496.21
投资活动产生的现金流量净额	-246,353.71	-343,632.28
筹资活动产生的现金流量净额	16,017.71	-137,252.08
现金及现金等价物净增加额	41,511.36	7,611.85

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018 年公司所有者权益规模有所增长，负债率略有下降，但仍存在较大的偿付压力

由于持续的盈利和外部支持，2018 年末公司所有者权益增至 371.86 亿元，同比增长 7.99%。而随着部分债务到期，公司负债总额降至 432.49 亿元，同比下降 4.31%。2018 年末公司产权比率为 116.30%，较上年小幅下降，但所有者权益对负债的覆盖能力仍然较弱。

表18 2017-2018 年公司资本结构（单位：万元）

指标名称	2018 年	2017 年
负债合计	4,324,911.60	4,519,676.17
所有者权益合计	3,718,619.35	3,443,511.45
产权比例	116.30%	131.25%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，鹏元整理

2018 年末公司流动负债达到 185.50 亿元，占公司总负债的 42.89%。公司流动负债主要为短期借款、应付票据及应付账款、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 2018 年末短期借款规模为 18.11 亿元，较上年大幅增长，主要用于补充公司运营资金。公司应付票据及应付账款 2018 年末为 20.20 亿元，同比大幅减少了 37.18%，主要是公司结算了较大规模的应付账款所致。公司预收款项主要为海宁皮城商铺租金预缴、房地产项目预缴订金以及子公司预售但尚未达到确认收入条件的工程代建款，2018 年末为 20.02 亿元，较上年小幅下降，未来将逐步结转收入。公司其他应付款主要为往来款，2018 年末为 65.74 亿元，较上年小幅减少 2.67%，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 33.58 亿元，其中一年内到期的长期借款为 9.83 亿元，一年内到期的应付债券 22.99 亿元。2018 年末公司其他流动负债为 23.40 亿元，包括预提土地增值税 3.91 亿元和短期融资券 19.49 亿元，合计较上年大幅增加，主要是公司 2018 年发行了 5 亿元的 18 海宁 SCP001、7 亿元的 18 海宁城投 CP001、2.5 亿元的 18 海宁城投 CP002 和 5 亿元的 18 海宁城投 CP003 等短期融资券所致。

表19公司 2017-2018 年主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	181,087.06	4.19%	71,959.31	1.59%
应付票据及应付账款	201,965.68	4.67%	321,523.94	7.11%
预收款项	200,161.50	4.63%	215,135.74	4.76%
其他应付款	657,362.07	15.20%	675,412.35	14.94%
一年内到期的非流动负债	335,752.56	7.76%	361,017.26	7.99%
其他流动负债	234,031.66	5.41%	139,878.93	3.09%
流动负债合计	1,854,962.53	42.89%	1,823,920.98	40.36%
长期借款	723,571.83	16.73%	692,816.32	15.33%
应付债券	1,141,320.78	26.39%	1,287,179.27	28.48%
长期应付款	537,101.35	12.42%	646,517.34	14.30%
非流动负债合计	2,469,949.07	57.11%	2,695,755.19	59.64%
负债合计	4,324,911.60	100.00%	4,519,676.17	100.00%

其中：有息债务	2,997,765.48	69.31%	3,012,713.92	66.66%
---------	--------------	--------	--------------	--------

资料来源：公司 2017-2018 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。2018 年末公司长期借款为 72.36 亿元，期末余额同比增长 4.44%，主要系质押及保证借款大幅增长所致。截至 2018 年末，公司应付债券 114.13 亿元，同比减少了 11.33%，公司 2018 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 2018 年末长期应付款为 53.71 亿元，主要是债务置换所形成。

表20 截至 2018 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	29,763.00
14 海宁城投债	2014/10/22	7 年	130,000.00	77,635.00
中期票据	2015/11/24	5 年	100,000.00	99,430.53
2015 海宁资产 PPN001	2015/6/19	5 年	50,000.00	49,780.14
2015 海宁资产 PPN002	2015/7/24	5 年	50,000.00	49,766.34
2015 海宁资产 PPN003	2015/12/9	5 年	50,000.00	49,708.63
16 海宁资产 PPN001	2016/4/18	5 年	50,000.00	49,776.25
16 海资 01	2016/8/17	5 年	100,000.00	99,470.84
16 年非公开发行公司债	2016/7/5	5 年	100,000.00	99,849.43
16 海宁城投定向债	2016/11/18	3 年	50,000.00	49,867.79
17 海资公司债一期	2017/4/12	7 年	100,000.00	99,475.89
17 海资公司债二期	2017/8/3	7 年	100,000.00	99,407.62
17 年非公开发行公司债券（第一期）	2017/5/24	5 年	100,000.00	99,796.39
18 海宁资产 MTN002	2018/11/1	5 年	50,000.00	50,000.00
18 海宁城投公司债券	2018/11/13	7 年	138,000.00	137,593.94
合计	-	-	1,318,000.00	1,141,321.76

资料来源：公司 2018 年审计报告，鹏元整理

公司有息债务规模较大，截至 2018 年末为 299.78 亿元，较上年末小幅下降，占全部负债总额的比重为 69.31%，其中短期有息负债 72.17 亿元，公司债务压力较大，且应付债券已进入集中偿还期，面临较大的短期偿还压力。

由于公司负债规模小幅下降，公司资产负债率降至 53.77%。2018 年公司新增较多短期借款和短期融资券，因此公司流动比率和速动比率也较上年有所下降，分别 2.08 和 0.97。由于利润总额较上年有所上升，公司 EBITDA 水平也较上年增长为 25.61 亿元，EBITDA 对利息的保障能力随之增强。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 2017-2018 年偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	53.77%	56.76%
流动比率	2.08	2.22
速动比率	0.97	1.05
EBITDA（万元）	256,072.98	206,168.62
EBITDA 利息保障倍数	1.45	1.18
有息债务/EBITDA	11.71	14.61

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，鹏元整理

六、或有事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，自 2016 年 1 月 1 日至报告查询日（2019 年 6 月 4 日），公司本部存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至 2018 年末，公司对外担保金额总计 162.79 亿元（见附录三），占 2018 年末公司所有者权益的 43.78%。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。此外，根据 2018 年 1 月 16 日河南省新乡市中级人民法院的一审判决，海宁皮城将按《新乡海宁皮革城合作意向书》之约定向新乡市天玺置业有限公司支付 7,174.43 万元，2018 年 1 月 31 日海宁皮城向河南省高级人民法院上诉，目前二审庭审已结束，海宁皮城已根据法律建议书相应计提预计负债。

七、评级结论

2018 年海宁市经济实力较强，且保持较快增长，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；2018 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 23.91 亿元，收到的当地政府给予的各类补贴和税收返还增加公司其他收益 10.65 亿元，继续得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，存在较大的资金压力；截至2018年末公司有息负债规模为截至2018年末为299.78亿元，较上年末小幅下降，占全部负债总额的比重为69.31%，其中短期有息负债72.17亿元，公司债务压力较大，且应付债券已进入集中偿还其，面临较大的短期偿还压力；担保对象主要为海宁市政府下属公司及关联单位，但公司对外担保涉及金额较大，仍存在一定或有负债风险。

基于上述情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	704,250.12	658,883.32	662,776.47
应收票据及应收账款	42,058.97	30,522.91	40,093.12
其他应收款	816,262.36	953,728.77	1,042,833.70
存货	2,072,317.86	2,145,105.40	2,261,338.28
流动资产合计	3,864,631.73	4,057,155.45	4,381,965.74
可供出售金融资产	459,656.67	495,850.67	405,544.92
长期股权投资	401,799.26	254,460.03	220,297.87
投资性房地产	745,880.52	702,705.29	729,250.01
固定资产	1,079,900.53	672,778.73	573,008.78
在建工程	674,089.33	1,259,928.39	1,004,769.02
无形资产	241,016.42	195,492.10	43,246.55
其他非流动资产	442,012.60	191,349.69	189,369.88
非流动资产合计	4,178,899.22	3,906,032.17	3,316,032.08
资产总计	8,043,530.95	7,963,187.62	7,697,997.81
短期借款	181,087.06	71,959.31	80,100.90
应付票据及应付账款	201,965.68	321,523.94	349,396.51
预收款项	200,161.50	215,135.74	181,219.68
其他应付款	657,362.07	634,205.44	542,156.93
一年内到期的非流动负债	335,752.56	361,017.26	297,675.16
流动负债合计	1,854,962.53	1,823,920.98	1,709,852.23
长期借款	723,571.83	692,816.32	860,493.14
应付债券	1,141,320.78	1,287,179.27	1,152,196.52
长期应付款	537,101.35	646,517.34	533,258.82
非流动负债合计	2,469,949.07	2,695,755.19	2,724,005.84
负债合计	4,324,911.60	4,519,676.17	4,433,858.06
其中：有息债务	2,997,765.48	3,012,713.92	2,963,035.84
营业收入	702,930.11	642,257.96	495,778.73
营业利润	78,731.52	127,149.22	-11,989.40
营业外收入	1,064.47	2,072.85	136,270.63
净利润	36,334.40	32,546.35	80,554.71
经营活动产生的现金流量净额	271,847.36	488,496.21	96,754.62
投资活动产生的现金流量净额	-246,353.71	-343,632.28	-368,529.39
筹资活动产生的现金流量净额	16,017.71	-137,252.08	309,026.82
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	19.30%	17.03%	29.71%

收现比	0.99	1.16	1.04
产权比率	116.30%	131.25%	135.84%
资产负债率	53.77%	56.76%	57.60%
流动比率	2.08	2.22	2.56
速动比率	0.97	1.05	1.24
EBITDA（万元）	256,072.98	206,168.62	271,545.08
EBITDA 利息保障倍数	1.45	1.18	1.49
有息债务/EBITDA	11.71	14.61	11.34

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 截至2018年12月31日纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

序号	子公司全称	注册资本	经营范围	所占权益比例
1	海宁市城市发展投资集团有限公司	200,000.00	城市基础设施投资开发等	100%
2	海宁市交通投资集团有限公司	78,000.00	交通基础设施投资开发	100%
3	海宁市水务投资集团有限公司	73,920.96	水务类项目投资开发等	100%
4	海宁中国皮革城股份有限公司	112,000.00	市场开发建设经营管理等	58.97%
5	浙江钱江生物化学股份有限公司	30,140.21	生物农药生产等	33.3%
6	海宁市水利建设投资开发有限责任公司	14,781.20	水利设施投资	100%
7	海宁市盐官景区综合开发有限公司	18,500.00	基础设施建设等	100%
8	海宁市九方机动车驾驶员培训学校	328.00	机动车驾驶员培训	70%
9	海宁市广联信息网络有限责任公司	300.00	光纤网络综合开发应用等	100%
10	海宁市越剧团有限公司	200.00	文艺表演团体	100%
11	海宁市金融投资有限公司	5,000.00	投资经营等	100%
12	海宁市基础设施投资基金有限公司	150000	从事基础设施项目的投资；实业投资；投资管理。	60%
13	海宁市弄潮儿股权投资合伙企业（有限合伙）	3,000.00	旅游景点开发、旅游服务、房屋出租、物业管理等	100%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 截至2018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
海宁仰山实业集团有限公司	120,000.00	2032/3/16
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	20,000.00	2023/4/7
海宁市临杭新区建设投资有限公司	20,948.00	2022-4-14
海宁皮革城市场经营户等	58,057.86	-
购置商铺及住宅的业主	21,839.95	-
购房业主	34,358.96	房贷日至权证办妥前、 办理正式抵押后
	21,000.00	2019/12/13
浙江钱塘江投资开发有限公司	10,000.00	2020/9/1
	6,873.10	2019/12/12
浙江钱江湾区投资开发有限公司	8,000.00	2019/3/5
	28,000.00	2023/3/25
	20,000.00	2023/11/9
	17,500.00	2024/8/2
	17,333.00	2021/1/21
	14,500.00	2024/8/2
浙江钱江潮旅游开发有限公司	10,000.00	2024/8/2
	8,667.00	2021/1/21
	8,000.00	2024/8/2
	6,300.00	2025/4/10
	5,600.00	2019/1/13
	3,900.00	2020/9/25
	22,709.00	2022/11/25
	10,000.00	2022/11/1
浙江海宁经编产业园区开发有限公司	7,955.00	2022/5/25
	5,000.00	2019/6/29
	790	2022/5/25
海宁中通石油有限公司	16,479.33	2019/12/31
海宁市长安古镇小城市建设有限公司	25,000.00	2021/3/8
	19,000.00	2021/10/10
海宁市袁花镇新市镇投资开发有限公司	17,000.00	2019/3/31
	15,000.00	2021/12/15
海宁市永青绿化投资有限公司	12,000.00	2019/12/26
海宁市永青绿化投资有限公司	4,000.00	2019/6/8

海宁市盐仓综合开发有限公司	25,000.00	2020/9/1
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
海宁市新市镇开发建设有限公司	274,252.06	2026/10/1
海宁市斜桥新市镇建设有限公司	12,600.00	2020/7/28
海宁市斜桥文化产业发展有限公司	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	2020/3/17
海宁市文化旅游科技有限公司	25,000.00	2022/12/20
	20,000.00	2019/12/21
海宁市铁北新城有机更新有限公司	42,370.00	2019/7/25
海宁市人民医院	9,000.00	2019/1/31
	3,800.00	2021/1/1
海宁市钱塘新农村开发有限公司	20,000.00	2022/12/5
	11,600.00	2022/1/7
	7,000.00	2019/1/9
	5,000.00	2022/2/10
	17,400.00	2022/10/13
海宁市钱江兴业投资开发有限公司	9,000.00	2021/9/1
	7,000.00	2026/9/29
	4,000.00	2020/3/14
海宁市临杭新市镇开发建设有限公司	20,000.00	2025/12/27
	13,125.00	2019/9/25
海宁市旧区有机更新开发有限公司	38,800.00	2034/9/19
	15,000.00	2033/12/20
海宁市尖山新区开发有限公司	70,000.00	2025/9/9
	70,000.00	2025/11/15
	30,000.00	2021/1/29
	20,000.00	2021/1/28
	10,000.00	2020/3/26
海宁市环西城镇化开发建设有限公司	4,800.00	2019/4/19
海宁市海洲街道资产经营中心	6,900.00	2019/8/3
海宁市鼎青绿化投资有限公司	5,000.00	2019/2/5
海宁市城南新市镇开发有限公司	18,000.00	2019/11/8
海宁临杭水利建设开发有限公司	10,000.00	2019/1/3
海宁连杭现代服务业综合开发有限公司	13,000.00	2019/12/22
海宁连杭科教新城开发有限公司	35,700.00	2021/12/31
海宁连杭发展集团有限公司	15,000.00	2020/4/24

财经学院东方学院长安校区	6,000.00	2020/4/8
合计	1,627,868.26	-

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 2018 年审计报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
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	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+1年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录五 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。