

# 信用等级通知书

东方金诚债评字【2022】0621号

## 海宁中国皮革城股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司信用评级委员会通过对贵公司及拟发行的“海宁中国皮革城股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”信用状况进行综合分析和评估，评定贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年八月十七日

## 信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

- 1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。
- 4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不为资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。
- 5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。
- 6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。
- 7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。
- 8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2022年8月17日



## 海宁中国皮革城股份有限公司2022年面向专业投资者 公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

主体信用等级	评级展望	本期债券信用等级	评级日期	评级组长	小组成员
AA+	稳定	AA+	2022/8/17	葛新景	谷建伟

主体概况	评级模型				
	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	
海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”或“公司”）主营皮革专业市场的开发、租赁和服务，海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）为公司控股股东，实际控制人为海宁市人民政府。	规模和市场地位	营业总收入	25.00	8.33	
		多元化	20.00	16.00	
	盈利能力和运营效率	毛利率	10.00	10.00	
		总资产收益率	10.00	8.16	
		存货周转率	5.00	2.11	
	债务负担和保障程度	资产负债率	15.00	15.00	
		经营现金流流动负债比	7.50	7.05	
		EBITDA/利息支出	7.50	7.50	
	债券概况	基础评分输出结果			aa
	注册金额：不超过14亿元	调整因素			无
本期发行金额：不超过4亿元（含4亿元）	个体信用状况			aa	
本期债券期限：2年，附第1年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权	外部支持			+1	
偿还方式：每年付息一次，到期一次性还本付息	评级模型结果			AA+	
募集资金用途：用于偿还公司有息债务	注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异。				
增信措施：无					

### 评级观点

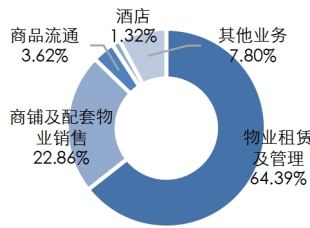
东方金诚认为，公司运营的海宁中国皮革城位于中国皮都海宁市，是中国最具影响力的皮革专业市场之一，同时公司凭借丰富的客户资源等优势进行异地扩张，产业集聚优势明显，综合实力很强；近年公司不断优化市场业态，加快转型升级，海宁中国皮革城近年出租率保持较高水平，物业租赁及管理业务收入及利润总体保持稳定；2021年末公司以成本计量的投资性房地产账面价值为76.85亿元，具有一定增值空间。另一方面，2022年上半年包括海宁市在内的部分地区出现疫情反复，根据国家政策，公司将给予商户3~5个月的租金减免，预计2022年公司经营业绩将有所承压；公司部分连锁专业市场出租率及收入规模均较低，在建及拟建项目未来仍面临一定的资金支付需求。

外部支持方面，公司控股股东海宁资产是海宁市重要的国有资产投资经营主体，作为运营其优质经营性资产的上市子公司，公司在发展中持续获得股东及相关各方在政策、资金等方面的较强支持。

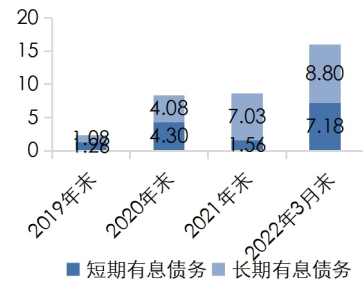
综合分析，东方金诚认为公司偿还债务的能力很强，本期债券到期不能偿付的风险很小。

## 主要指标及依据

### 2021年营业收入构成



### 近年公司有息债务结构（亿元）



### 主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
资产总额(亿元)	106.29	110.52	119.10	128.25
所有者权益(亿元)	75.75	77.36	81.51	83.57
全部债务(亿元)	2.34	8.38	8.58	15.98
营业总收入(亿元)	14.22	14.33	14.56	3.53
利润总额(亿元)	3.83	2.81	4.54	1.82
经营性净现金流(亿元)	9.36	5.48	6.60	-1.07
营业利润率(%)	42.94	32.65	33.79	40.45
资产负债率(%)	28.73	30.00	31.57	34.84
流动比率(%)	106.86	109.85	128.74	121.65
全部债务/EBITDA(倍)	0.31	1.29	1.03	-
EBITDA利息倍数(倍)	21.55	27.57	26.37	-

注：表中数据来源于公司2019年~2021年的审计报告及2022年1~3月未经审计的合并财务报表。

## 优势

- 公司运营的海宁中国皮革城位于中国皮都海宁市，是中国最具影响力的皮革专业市场之一，同时公司凭借丰富的客户资源等优势进行异地扩张，产业集聚优势明显，综合实力很强；
- 近年公司不断优化市场业态，加快转型升级，海宁中国皮革城近年出租率保持较高水平，物业租赁及管理业务收入及利润总体保持稳定；
- 公司皮革市场物业大部分为自持，且开业时间较早，2021年末以成本计量的投资性房地产账面价值为76.85亿元，投资性房地产规模较大且具有一定的增值空间；
- 公司控股股东海宁资产是海宁市重要的国有资产投资经营主体，作为运营其优质经营性资产的上市子公司，公司在发展中持续获得股东及相关各方在政策、资金等方面的较强支持。

## 关注

- 2022年上半年包括海宁市在内的部分地区出现疫情反复，根据国家政策，公司将给予商户3~5个月的租金减免，预计2022年公司经营业绩将有所承压；
- 近年皮革行业景气度较低，公司部分异地连锁专业市场出租率及收入规模均较低，盈利能力较差；
- 公司在建及拟建项目主要为成都皮革城二期、皮都伊尚项目和潮品荟项目，投资规模较大，预计未来公司仍面临一定的资金支付需求。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。随着疫情好转，预计未来我国皮革行业运行总体平稳，公司不断优化市场业态，加快转型升级，丰富产业布局，预计公司经营保持稳定。

## 评级方法及模型

《东方金诚零售企业信用评级方法及模型》（RTFC024202208）

## 历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	A-1/22 海宁皮革 SCP002	2022年4月24日	葛新景、谷建伟	《东方金诚零售企业信用评级方法及模型（RTFC024202004）》	阅读原文

注：自2022年4月24日首次评级以来，公司主体级别未发生变化，均为AA+/稳定

## 主体概况

海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“海宁皮城”或“公司”）主营皮革专业市场的开发、租赁和服务。公司控股股东为海宁市资产经营公司（以下简称“资产经营公司”），实际控制人为海宁市人民政府。

公司前身为海宁浙江皮革服装城投资开发有限公司，成立于1999年2月，初始注册资本为0.42亿元。2007年11月，公司整体变更为股份有限公司，注册资本增至2.10亿元。2010年1月，公司在深圳证券交易所公开发行7000万股股票，注册资本变更为2.80亿元。后又经资本公积转增股本及2016年非公开发行股份1.63亿股，截至2022年3月末，公司注册资本为12.83亿元，海宁市资产经营公司（以下简称“海宁资产”）直接持有公司34.58%的股份，并通过其控制的海宁市市场开发服务中心间接持有公司18.36%的股份，为公司控股股东。海宁市人民政府通过海宁市人民政府国有资产监督管理办公室持有海宁资产90.00%的股份，从而间接控制公司合计52.94%的股份，因此公司实际控制人为海宁市人民政府。

海宁中国皮革城是中国最具影响力的皮革专业市场之一，同时也是全国中高端秋冬时装的一级批发基地。公司所处的海宁市是中国皮革之都，海宁及周边地区集聚了3000多家皮革生产企业，是全球最大的皮革生产基地之一，产业集聚优势明显。截至2022年3月末，公司已建成海宁总部，江苏沭阳、辽宁佟二堡、河南郑州、四川成都、黑龙江哈尔滨、山东济南等专业连锁市场。公司积极推进“巩固提升皮革主业、叠加发展时装产业”的发展战略，引导市场转型升级。

截至2022年3月末，公司资产总额128.25亿元，所有者权益83.57亿元，资产负债率34.84%。2021年及2022年1~3月，公司分别实现营业总收入14.56亿元和3.53亿元，利润总额4.54亿元和1.82亿元。

## 债项概况及募集资金用途

### 主要条款

公司于2021年7月1日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于同意海宁中国皮革城股份有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可[2021]2193号），注册规模为不超过14亿元，本期计划发行海宁中国皮革城股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币4亿元（含4亿元）。本期债券为2年期固定利率债券，票面利率通过簿记建档方式确定，附第1年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券按面值发行，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券无担保。



## 募集资金用途

本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司有息债务。

## 个体信用状况

### 宏观经济与政策环境

**疫情冲击下，2022年二季度宏观经济再现“增长缺口”，下半年GDP增速有望回归正常增长水平**

3月和4月上海、吉林疫情再起，并波及全国，对宏观经济供需两端都造成严重扰动，二季度GDP同比增速为0.4%，大幅低于一季度的4.8%，创2020年初以来最低点。5月之后疫情缓和，加之以“国常会33条”为代表的稳住经济大盘措施全面发力，经济转入修复过程。当前经济运行不平衡特征突出，总体上呈现“供强需弱”、“基建强消费弱”的特征，其中房地产下滑正在成为经济下行压力的主要来源。

展望未来，在疫情得到稳定控制的前景下，伴随各项稳增长政策进一步落地显效，三、四季度经济修复过程会明显加快，预计GDP增速将分别达到5.0%和5.5%左右，基本回到正常增长水平。其中，下半年基建投资有望持续加速，房地产投资将在政策放宽过程中逐步触底回升。受前期居民可支配收入增速下滑、消费心理偏谨慎等因素影响，接下来消费修复将较为温和。我们判断，下半年全球滞胀特征会愈加显现，出口增速恐将波动下行，外需对经济增长的拉动力量会明显减弱，稳增长将更加倚重内需。

值得注意的是，受“猪周期”转入价格上升阶段影响，下半年CPI同比增速有可能升至3.0%左右，但扣除食品和能源价格的核心CPI同比增速有望保持1.5%左右的低位。这意味着物价形势将保持整体稳定，不会对宏观政策形成较大掣肘。另外，全球经济衰退阴影下，近期包括原油、铜在内的国际大宗商品价格下跌幅度较大，下半年国内PPI同比增速将会延续较快下行势头，也会成为稳定整体物价水平的一个积极因素。

**当前宏观政策正在全面发力，下半年财政货币政策都将在稳增长方向上保持较高连续性**

上半年基建投资同比增速达到7.1%，显著高于去年全年0.4%的增长水平；在专项债资金大规模投放、政策性金融支持基建持续加码背景下，三季度基建投资增速有望升至两位数。这标志着当前宏观政策正在朝着稳增长方向全面发力。我们判断，下半年在全球金融环境大幅收紧、国内经济转入修复过程背景下，货币政策动用降息降准“大招”的可能性不大，但仍将延续稳增长取向，其中三季度社融、信贷和M2增速都将保持偏强势头，市场利率上行幅度可控，为支持楼市尽快回暖，5年期LPR报价还将有所下调。

财政政策方面，2022年新增地方政府专项债额度在6月底已“基本发完”，二季度退税政策进度较快，截至二季度末已完成1.85万亿元，而全年指标是2.64万亿元。由此，下半年是否会出现财政政策“空窗期”，成为当前市场关注的焦点。我们判断，视下半年消费、投资修复进度，财政政策还有较大加码空间。主要是为支持消费修复以及基建提速，下半年有可能发行1-1.5万亿元特别国债，或将2023年部分新增地方政府专项债额度提前至今年下半年发行。考虑到当前楼市遇冷对地方政府国有土地出让金收入影响很大，我们判断尽管近期政策性金融持续发力，分担了地方政府部分基建支出压力，但下半年财政政策存在出台新增量工具的可能。

## 行业分析

公司收入和利润主要来源于皮革专业市场的物业租赁及管理业务，属于商务服务行业。

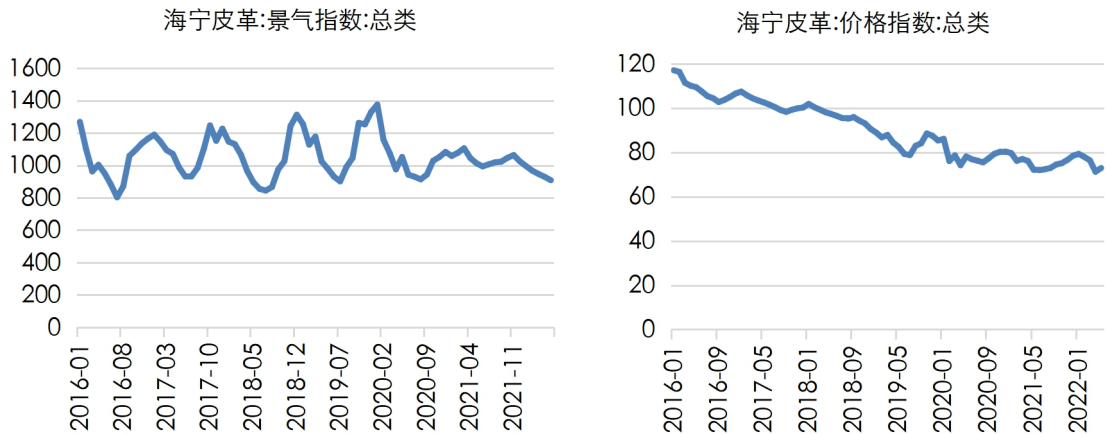
**2022 上半年国内部分地区出现疫情反复，国内皮革景气指数有所回落，景气度仍较低，随着疫情好转，预计未来我国皮革行业总体运行平稳**

皮革专业市场的发展与皮革行业的发展密切相关。我国是世界皮革产业加工中心，皮革、毛皮制品产量居世界第一，皮衣和皮具综合产量居世界之首。但近年来，面对宏观经济新常态、出口形势严峻、内需动力不足、用工成本上涨、环境约束突显和产业结构调整等多重挑战，皮革产品行业景气度有所下滑。2020 年新冠肺炎疫情的爆发使全球经济陷入低迷，皮革行业也遭遇了前所未有的冲击。根据中国皮革协会数据，2020 年中国规模以上皮革行业销售收入 9593.07 亿元，同比下降 13.97%；规模以上皮革行业利润总额 537.89 亿元，同比下降 19.76%。随着国内疫情得到控制，国内皮革行业已逐步恢复。2021 年，我国规模以上皮革行业实现销售收入 1.04 万亿元，同比增长 8.4%；规模以上皮革行业利润总额 551.26 亿元，同比增长 2.5%。

从中国皮革行业的景气指数来看，2022 上半年国内部分地区出现疫情反复，海宁皮革景气指数有所回落，景气度仍较低。从皮革价格指数来看，近年来皮革价格总体呈下行趋势，指数低于 100 点，2022 年 5 月末价格指数为 72.88。

目前我国皮革行业已经进入深度调整期，展望十四五，随着消费者追求品质生活、个性生活的需求不断释放，皮革业在满足人们对美好生活的向往方面仍具有发展空间，预计未来我国皮革行业总体运行平稳。

**图表 1：海宁皮革景气指数**



数据来源：Wind，东方金诚整理

**我国皮革专业市场主要集中在浙江、河北、广东、辽宁四省，其中海宁中国皮革城交易量和客流量位居同类市场前列，同时线上零售业的迅速发展使得专业市场面临网上交易分流风险**

我国皮革专业市场主要集中在浙江、河北、广东、辽宁四省，主要包括海宁中国皮革城、广州花都狮岭皮革皮具城、河北辛集皮革商业城、河北白沟皮革市场、河北大营国际皮革交易中心、广州白云世界皮具贸易中心、辽宁灯塔佟二堡皮革市场等。其中海宁中国皮革城在长三角地区乃至全国范围内均拥有较高的知名度，交易量和客流量位居同类市场前列。

同时，随着云计算、大数据、物联网、人工智能等新一代信息技术的发展，网上零售发展迅速，对线下零售及专业市场运营造成了较大的冲击。2020年来叠加疫情影响居民消费习惯进一步向线上转移，促进线上直播电商等新兴业态快速发展，零售行业线上转型加速。与几乎所有实体贸易企业一样，皮革制品也同样面临着网上交易的分流。前几年，网上销售皮装大多是在实体市场进货，对线下皮革专业市场尚无影响，但随着网商实力的增强，其绕开实体市场直接从工厂进货的情况日益增多，皮革专业市场面临网上交易分流风险。

## 业务运营

### 经营概况

公司收入和毛利润主要来自皮革专业市场的物业租赁及管理、商铺及配套物业销售等，近年公司营业收入保持小幅增长，毛利率和毛利润有所波动

公司营业收入主要由物业租赁及管理、商铺及配套物业销售、商品流通、酒店服务、健康医疗服务及其他业务等构成。近年公司营业收入保持小幅增长，毛利率和毛利润有所波动。

图表 2：近年公司营业收入及毛利率情况<sup>1</sup>（单位：亿元、%）

业务	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比		
物业租赁及管理	10.05	71.15	8.47	59.44	9.24	64.38	2.38	71.65
商铺及配套物业销售	2.75	19.44	4.54	31.84	3.28	22.84	0.43	12.91
商品流通	0.14	1.00	-	-	0.52	3.61	0.19	5.61
酒店	0.24	1.70	0.15	1.02	0.19	1.36	0.06	1.71
健康医疗服务	0.14	1.01	0.20	1.38	0.25	1.74	0.08	2.35
其他业务	0.81	5.70	0.90	6.32	0.87	6.07	0.19	5.76
<b>合计</b>	<b>14.13</b>	<b>100.00</b>	<b>14.25</b>	<b>100.00</b>	<b>14.35</b>	<b>100.00</b>	<b>3.33</b>	<b>100.00</b>
业务	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
物业租赁及管理	5.40	53.71	3.69	43.58	4.21	45.52	1.25	52.57
商铺及配套物业销售	1.71	62.29	1.53	33.64	1.54	46.93	0.18	41.66
商品流通	0.01	8.35	-	-	0.03	5.86	0.01	4.66
酒店	0.06	23.66	0.01	4.92	0.03	13.17	0.02	27.61
健康医疗服务	-0.07	-50.89	-0.06	-32.49	-0.02	-9.72	-0.0004	-0.52
其他业务	0.31	38.91	0.47	52.23	0.40	46.09	0.09	45.06
<b>合计</b>	<b>7.42</b>	<b>52.52</b>	<b>5.63</b>	<b>39.52</b>	<b>6.18</b>	<b>43.05</b>	<b>1.54</b>	<b>46.36</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

具体来看，物业租赁及管理业务是公司最主要的收入和毛利润来源，其中2020年受疫情影响，物业租赁及管理业务收入和毛利率有所下降；随着疫情得到控制，2021年公司物业租赁及管理业务收入及毛利率已逐步恢复，但仍低于疫情前2019年水平。商铺及配套物业销售业务近年收入规模及毛利率均有所波动，主要系公司时尚小镇等项目的销售；酒店业务主要为皮都锦江大酒店的运营，近年收入及毛利润规模较小；公司不断进行业务调整，原控股子公司皮革城

<sup>1</sup> 因四舍五入为亿元，数据存在一定误差。



进出口公司陆续不再开展相关进出口业务使得 2019 年来商品流通业务收入大幅下降，2021 年公司商品销售业务新增产业供应链商贸业务，当年实现商品流通业务收入 0.52 亿元，毛利率为 5.86%；同时，公司持续推进健康产业发展，健康医疗服务业务收入及毛利率保持较快增长，但规模仍较小且毛利率持续为负；其他业务主要为水电费、墙面广告租赁、担保业务等，规模及占比较小。

2022 年 1~3 月，公司实现营业收入 3.33 亿元，毛利润 1.54 亿元，毛利率 46.36%，同比均有所增长。

### 物业租赁及管理业务

**公司运营的海宁中国皮革城位于中国皮都海宁市，是中国最具影响力的皮革专业市场之一，同时公司凭借丰富的客户资源等优势进行异地扩张，产业集聚优势明显，综合实力很强**

公司是“海宁中国皮革城”的创办者和经营者，主要从事各地皮革专业市场的开发、租赁和服务。截至 2021 年末，公司运营专业市场共 9 个，其中位于海宁市的专业市场包括海宁中国皮革城和海宁时尚小镇项目。

海宁中国皮革城（原名浙江皮革服装城）于 1994 年建立，于 2005 年 10 月 18 日进行新城整体搬迁，服务功能和发展空间大幅提升，是目前中国最具影响力的皮革专业市场之一。海宁中国皮革城位于浙江省海宁市，海宁是中国皮革之都，海宁及周边地区集聚了 3000 多家皮革生产企业，是全球最大的皮革生产基地之一，产业集聚优势明显。其中，海宁中国皮革城可出租面积共计 87.46 万平方米，包括 A 座到 H 座八大交易区。近年公司不断优化市场业态，加快转型升级，逐步打造 A 座以零售为主，B 座、C 座、G 座、H 座以批发为主，E 座、F 座、D 座为网上网下融合发展的新零售模式，每个区域都有自身特色的经营业态。海宁时尚小镇项目系浙江省政府公布的第一批省级特色小镇，以打造皮革时尚小镇服装业核心区为导向，截至 2022 年 3 月末，公司时尚小镇项目可出租面积合计为 26.92 万平方米。

除海宁总部外，公司凭借丰富的客户资源等优势进行异地扩张，建立连锁市场，扩大企业规模。面对经济新形势新挑战，近年公司积极调整，提出了“由重变轻”、“由内向外”的连锁新战略。目前，公司已建立江苏沭阳、辽宁佟二堡、河南郑州、四川成都、黑龙江哈尔滨、山东济南等连锁市场。

自成立二十多年来，公司通过不断整合皮革产业价值链的上下游，市场功能逐渐从批零交易单一的皮衣销售，延伸至面原辅料供应、厂房租赁、设计研发、时尚发布、总部商务、会展外贸、电子商务、融资担保等，在皮革制品生产、营销和交易等环节，可以为商户提供一站式的全产业链服务。近年来公司积极围绕“巩固提升皮革主业、叠加发展时装产业、推动线上线下融合”的经营战略，积极推进公司转型升级、优化市场业态。为推动海宁皮革城数字化转型，公司与阿里云、抖音等多方达成合作，在总部市场打造以直播为主的电商产业基地，公司负责对入驻企业进行评估审核，以构建直播电商产业集群新优势。

**物业租赁及管理业务是公司的核心主业，受疫情影响，近年公司物业租赁及管理业务收入及利润有所波动但总体保持稳定**

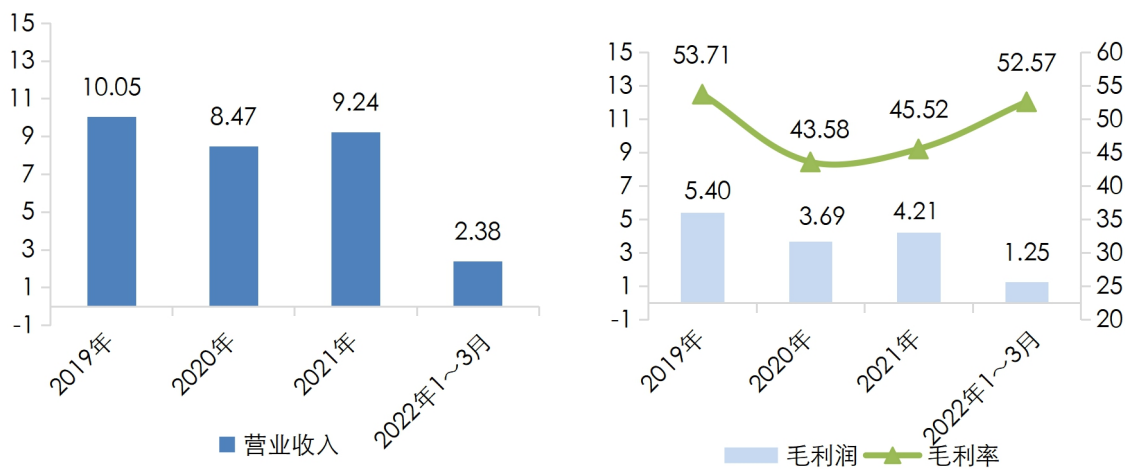
公司市场主要采取租赁的经营模式，其中新市场内商铺的销售比例控制在 15%以内，成熟市场招商基本采取租赁模式，很少对外销售。定价方面，公司一般采取定价定向方式或招投标

方式<sup>2</sup>确定租售价格。结算方面，公司租金收取采取预收方式，现有商铺租赁期限主要为1年，仅小部分商铺租赁期限为3~5年，但租金都是一年一收，一般在每年的3~7月统一安排商铺续租或分期租金收取。租金水平方面，公司在每年续租时进行租金调整，2019~2021年及2022年第一季度，公司主要市场平均租金约为1.31元/平方米/天、1.00元/平方米/天、1.51元/平方米/天和1.35元/平方米/天，2020年初公司给予租户2个月租金和物管费减免优惠，受此影响当年租金水平下滑；2021年因收取的租金为完整的12个月，平均租金水平有所回升；2022年一季度公司因部分租金未及时收取，租金水平有所下降。

2019~2021年，公司物业租赁及管理业务收入分别为10.05亿元、8.47亿元和9.24亿元，占主营业务收入的71.15%、59.44%和64.38%；该业务营业成本主要为房屋折旧及人员工资，同期毛利率分别为53.71%、43.58%和45.52%。其中2020年公司物业租赁及管理业务收入同比下降15.71%，主要系受疫情影响，公司承担社会责任，减免商户两个月租金所致；2021年来公司物业招租保持稳定态势，物业租赁及管理业务实现收入9.24亿元，同比增长9.02%，同时毛利率有所恢复。2022年1~3月，公司物业租赁及管理业务收入为2.38亿元，毛利润为1.25亿元，毛利率为52.57%。

2022年上半年，包括海宁地区在内的部分地区疫情爆发，公司承担社会责任，根据住建部下发的承租国有房屋租金减免政策，给予商户减免3~5个月租金，受此影响，预计2022年公司物业租赁及管理业务收入同比将有所下滑。

图表3：近年公司物业与租赁管理业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

公司物业大部分为自持，海宁本部市场及海宁小镇项目出租率较高，但部分连锁专业市场出租率持续下滑，未来仍将面临较大的经营压力

2020年以来受新冠疫情等影响，部分商家到期未再续租，公司大部分市场出租率出现不同程度的下滑。其中，公司本部、佟二堡、成都、沭阳等市场凭借其集聚效应及区位优势，出租率仍持续维持在相对高位。郑州、济南皮革城由于市场周边配套尚不成熟及合作方经营理念不一致叠加疫情影响等诸多原因，出租情况持续下滑。

<sup>2</sup> 定价定向方式是指公司根据经营类别、实际成交价格、市场人气、市场运营情况、商品市场行情等综合因素制定不同的租售价格；招投标方式是指在公司确立的最低中标价基础上，通过逐一投标产生最高竞标价，报出最高竞标价的投标人获得承租权或购置权。

具体来看,2019年~2021年及2022年1~3月,公司海宁本部市场出租率分别为90.33%、88.00%、90.00%和90.00%,实现收入分别为5.08亿元、4.54亿元、6.42亿元和1.40亿元;同期,时尚小镇项目出租率分别为85.38%、93.00%、93.00%和90.00%,实现收入分别为0.37亿元、0.55亿元、0.81亿元和0.11亿元。

近年公司连锁市场除佟二堡皮革城、成都皮革城和沭阳皮革城外,其他连锁市场由于市场周边配套设施尚不成熟、商业氛围差及疫情等因素影响,出租率及收入规模均较低。公司不断调整经营策略,2019年4月转让新乡皮革城,重庆皮革城于2021年3月31日租赁到期后公司不再续租,武汉皮革城于2021年10月起整体转租用于购物中心经营。

预计未来我国皮革行业总体运行平稳,海宁中国皮革城作为中国最具影响力的皮革专业市场之一,产业集聚和市场规模优势仍旧明显,但近年来皮革市场的景气度的低位运行以及零售电商行业的快速发展,公司物业租赁及管理业务仍将持续面临较大的经营压力,部分连锁专业市场出租率仍维持较低水平。

图表4:截至2022年3月末公司皮革专业市场情况(单位:万平方米、%、亿元)

项目名称	项目所在地	开业时间	物业类型	可出租面积	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
					出租率	收入	出租率	收入	出租率	收入	出租率	收入
海宁本部市场	海宁	2005	自持	87.46	90.33	5.08	88.00	4.54	90.00	6.42	90.00	1.40
海宁时尚小镇	海宁	2018	自持	26.92	85.38	0.37	93.00	0.55	93.00	0.81	90.00	0.11
佟二堡皮革城	佟二堡	2010	自持	36.30	89.29	2.03	90.00	1.45	93.00	1.54	85.00	0.34
成都皮革城	成都	2012	自持	14.83	99.67	0.78	90.00	0.65	90.00	0.59	90.00	0.16
沭阳皮革城	沭阳	2008	自持	2.42	98.76	0.13	100.0	0.12	100.00	0.11	100.00	0.03
哈尔滨皮革城	哈尔滨	2014	自持	25.42	74.79	0.82	58.00	0.58	60.00	0.77	60.00	0.18
济南皮革城	济南	2015	自持	6.89	66.21	0.17	50.00	0.10	50.00	0.10	50.00	0.03
郑州皮革城	郑州	2016	自持	13.45	33.00	0.22	33.00	0.16	33.00	0.16	33.00	0.03
新乡皮革城 <sup>3</sup>	新乡	2011	自持	-	29.92	0.03	-	-	-	-	-	-
武汉皮革城 <sup>4</sup>	武汉	2015	自持	14.67	74.33	0.21	48.00	0.19	48.00	0.09	100.00	0.11
重庆皮革城 <sup>5</sup>	重庆	2016	租赁	-	92.42	0.21	58.00	0.14	58.00	0.03	-	-
<b>合计</b>				<b>228.36</b>		<b>10.05</b>		<b>8.47</b>		<b>9.24</b>		<b>2.38</b>

资料来源:公司提供,东方金诚整理

### 商铺及配套物业销售

公司商铺及配套物业少部分对外销售,近年公司商铺及配套物业销售收入有所波动,海宁时尚小镇项目已完工在售部分整体租售情况良好

公司商铺及配套物业销售业务指对公司开发的相关商铺及配套物业的销售,销售业务规模

<sup>3</sup> 2019年4月,公司转让新乡皮革城,不再纳入合并范围。

<sup>4</sup> 2020年11月,根据武汉海潮海宁皮革城有限公司(以下简称武汉皮革城公司)与曲水世纪金源方圆荟商业管理有限公司(以下简称曲水世纪金源公司)签订的《关于武汉皮革城与世纪金源设立合资公司的合资协议》,武汉皮革城公司与曲水世纪金源公司共同出资设立武汉荟宁商业管理有限公司(以下简称武汉荟宁公司)负责武汉皮革城市场购物中心项目的改造及后期经营,武汉荟宁公司已于2020年11月27日办妥工商设立登记手续。根据武汉皮革城公司与武汉荟宁公司签订了《武汉皮革城整体物业租赁合同》,武汉荟宁公司承租武汉皮革城整体市场用于购物中心经营使用,租赁期限为2021年10月1日至2036年4月30日。武汉皮革城公司已于7月15日将商场物业整体移交给荟宁公司,存续商户的租金由公司收缴后转交荟宁公司。截至2021年12月31日,武汉荟宁公司按照合同约定支付武汉皮革城公司租金及综合服务费234.87万元,并共享受12个月市场培育免租期武汉荟宁公司按照合同约定支付武汉皮革城公司租金及综合服务费,并共享受12个月市场培育免租期。

<sup>5</sup> 重庆皮革城为该公司租赁场地物业进行经营,协议租赁期限为2016年4月1日至2021年3月31日,2021年租赁到期并不再续签。



随公司各项物业的开发及销售时间不同而具有一定波动。2019年~2021年，公司商铺及配套物业销售业务实现收入分别为2.75亿元、4.54和3.28亿元，毛利率分别为62.29%、33.64%和46.93%。2022年1~3月，公司商铺及配套物业销售业务实现收入0.43亿元，同比有所下滑，毛利润和毛利率分别为0.18亿元和41.66%。

截至2022年3月末，公司在售项目主要为海宁时尚小镇项目，包括海宁小镇一期核心区和海宁时尚创业园项目，预计总投资金额为20.60亿元，累计投入金额为20.09亿元，已回款金额为13.33亿元。海宁小镇一期核心区和海宁时尚创业园项目目前已完工，后续主要系工程尾款、质量保证金等尚未支付。

时尚小镇项目系该公司2018年9月收购而来，公司下属子公司海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司<sup>6</sup>（简称“时尚小镇公司”）主要负责海宁皮革时尚小镇的创意核心区项目的开发投资与后续运营。时尚小镇项目系浙江省政府公布的第一批省级特色小镇。2017年，海宁市印发了《海宁市人民政府办公室印发关于加快海宁市时尚服装业核心区发展的政策意见》，对海宁皮革时尚小镇项目出台了专门政策，该政策以打造皮革时尚小镇服装业核心区为导向，以“构建三个中心+一个基地，着力提升小镇的时装信息发布能力、时装产业创新设计能力、时装产品制造能力和营销渠道掌控能力”为目标，针对培育时尚服装业提出了鼓励引进服装设计企业，鼓励企业办展办会，鼓励时装销售企业做大做强，培育服装市场主体等政策。该政策的出台对时尚小镇进一步发挥平台效应，汇聚时尚产品、品牌和企业等产生一定积极作用。根据时尚小镇项目规划，该项目分期开发，规划建设内容包括“创意核心区一期”、“时尚创业园区”、“设计师创业梦工厂”、“四季时装馆二期”以及“杭海城际铁路皮革城站地下空间”等项目。

时尚小镇公司主要采取以租赁为主、租售结合经营模式，其中时尚小镇一期核心区定期根据商铺等配套物业的具体情况制定租售计划，适当调整租售比例。时尚小镇一期核心区建筑面积为20.95万平方米，业态涵盖厂房、商铺和公寓，可售建筑面积为8.47万平方米，于2018年9月完工并开始租售，依托海宁皮革城产业集聚效应，目前租售情况良好，截至2022年3月末已售面积7.42万平方米，累计销售回款金额8.92亿元；时尚创业园项目于2019年1月对外销售，截至2022年3月末已基本售罄，累计销售回款金额为4.16亿元。

图表 5：截至 2022 年 3 月末公司在售项目情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目名称	所在城市	项目类型	开发时间	计划总投资	已投入资金	可售面积	已售面积	已销售金额	销售均价
海宁小镇一期核心区	海宁	商业	2016	12.00	10.57	8.47	7.42	8.92	11765
海宁时尚创业园项目	海宁	工业厂房	2018	8.60	9.54	11.26	10.94	4.16	-
合计				20.60	20.11	19.73	18.36	13.08	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司在建及拟建项目主要为成都皮革城二期、皮都伊尚项目和潮品荟项目，投资规模较大，预计未来仍面临一定的资金支付需求

截至2022年3月末，公司在建项目主要包括成都皮革城二期项目和皮都伊尚项目。其中，成都皮革城二期项目位于成都市新都区斑竹园街道柏水村五社，2020年公司调整成都海宁皮革城二期项目开发内容和开发模式，将项目建设内容由创意总部楼等调整为万朵城文商旅综合体项目。该项目占地面积42.21亩，总建筑面积为13.92万平方米，项目总投资7.80亿元，累

<sup>6</sup> 时尚小镇公司经营范围为市场投资开发、房地产开发、物业管理和市场管理等，2018年9月，公司以7.63亿元的价格收购海宁市资产经营公司持有的时尚小镇公司70%的股权。截至2021年末，公司直接和间接合计持有时尚小镇公司100%的股权。

计已投入 3.49 亿元，资金来源全部为自有资金。

皮都伊尚项目占地面积 39 亩，规划总建筑面积约 10 万平方米，预计总投资为 6.50 亿元，主要建设地下商业街区、地上商业（国际时装）步行街，商务办公、城西商业综合体、住宅等，公司预计后期通过住宅及车位销售可实现收入约 7.73 亿元，同时物业对外出租亦可形成一定租金收入。截至 2022 年 3 月末该项目已投金额为 2.53 亿元，为支付的土地款，目前仍未开工。

公司潮品荟项目占地面积 68 亩，规划总建筑面积约 13 万平方米，建设内容包括国际设计师街区、商业、商务楼等，打造多元化特色商办景观休闲一体产业基地，以设计孵化助推时尚产业发展，该项目建设完工后将通过出租形式取得租金收益。潮品荟项目计划总投资 6.90 亿元，截至 2022 年 3 月末已投金额为 1.80 亿元，为支付的土地款，目前仍未开工。

整体来看，公司在建和拟建项目投资规模较大，项目建设资金来源主要为自有资金和项目融资，预计未来面临一定的资金支付需求。

图表 6：截至 2022 年 3 月末公司主要在建和拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	所在城市	项目类型	建设周期	计划总投资额	已投入资金	拟投金额		
						2022 年 4-12 月	2023	2024
成都皮革城二期项目	成都	商业	2020.05-2022.10	7.80	3.49	2.65	1.50	-
皮都伊尚项目	海宁	商业+住宅	2021.11-2024.05	6.50	2.53	0.62	1.82	1.53
潮品荟项目	海宁	商业	2022.10-2025.04	6.90	1.80	1.63	0.51	2.00
合计				21.20	7.82	4.90	3.83	3.53

资料来源：公司提供，东方金诚整理

## 其他业务

公司其他业务主要包括商品流通、酒店及健康产业等其他业务，近年收入规模仍较小

公司商品流通业务规模较小。2019 年公司商品流通业务收入为 0.14 亿元，毛利率为 8.35%。公司商品流通业务主要为以出口为主的进出口业务，包括纺织原料及纺织制品、革、毛皮制品及箱包等商品的出口，由控股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”）负责。受宏观经济环境影响，2019 年进出口公司调整业务范围，逐步停止进出口业务，2020 年公司无商品流通业务收入。2021 年公司商品流通业务新增产业供应链商贸业务，当年实现商品销售收入 0.52 亿元，毛利率为 5.86%。2022 年 1~3 月，公司商品流通业务收入和毛利率分别为 0.19 亿元和 4.66%，规模仍较小。

公司酒店服务业务主要为公司投资兴建的海宁皮都锦江大酒店，主要提供住宿、餐饮、休闲娱乐、会议等综合性服务，由全资子公司海宁皮都锦江大酒店有限公司负责经营。该酒店总营业面积为 5 万平方米，主楼共 28 层，于 2008 年开业，目前为 5 星级酒店，客房数 293 间，平均房价 400 元左右，以委托管理方式由上海锦江国际酒店管理有限公司管理运营。2019 年~2021 年，公司酒店服务业务实现收入分别为 0.24 亿元、0.15 亿元和 0.19 亿元，其中 2020 年受疫情影响，酒店入住率大幅下滑使得酒店服务业务收入下滑明显。2022 年第一季度因参与当地防疫工作，皮都酒店客房单价较上年有所下降。

图表 7：截至 2022 年 3 月末公司酒店业务运营情况（单位：间、元/间/天、%）

项目名称	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 1~3 月
客房数	293	293	293	293
客房单日均价	326.16	326.64	361.65	265.65
入住率	45.22	24.87	32.24	54.44

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司健康产业目前仍处于发展初期，整体规模较小。公司拥有一家康复医院，是一家集医疗、科研、教学与康复于一体的二级专科医院，由子公司海宁皮城康复医院有限公司负责运营；托管运营海宁市最大的养老机构海宁市社会福利中心，由子公司海宁颐和医养健康管理有限公司负责运营。2019 年~2021 年及 2022 年 1~3 月分别实现收入 1424.64 万元、1961.48 万元、2496.62 万元和 781.82 万元，毛利率分别为-50.89%、-32.49%、-9.72%和-0.52%，亏损幅度有所减少。

### 公司治理与战略

**公司建立了规范的法人治理结构，内部控制制度及管理体系健全，能够满足日常经营管理的需要**

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《股票上市规则》等有关法律法规的要求，建立了较为健全的公司治理结构。公司设立了股东大会、董事会、监事会以及管理层等“三会一层”的运作机制。股东大会是公司的权力机构，董事会由九名董事组成，其中独立董事三名。公司监事会由 1 名监事长和 4 名监事组成，其中职工代表监事 2 名。

公司建立了职责明确的治理架构，设立了公司办公室、招商部、财务部、市场部、健康产业部、证券法务部等 10 个职能管理部门。同时，董事会下设四个专业委员会，分别为战略与投资委员会、提名委员会、审计委员会和薪酬与考核委员会。

根据相关政策法规及公司经营管理的实际情况，公司建立了较为完备的内部控制制度，在行政事务、人力资源、财务管理、审计监督、关联交易、募集资金使用、对外担保、信息披露、重大投资管理、安全生产、重大突发事件应急管理、资金管理等各方面落实制度化、规范化、精细化管理。

公司资金运营实行“集中管理、统一调度”的模式，年度资金预算及经营需要统筹安排，资金调度必须按规定的程序和完整的凭证手续进行规范运作。在资金应急调度方面，公司自有资金及筹措的外部借款资金将首先保障公司本部营运资金所需，可基于资金集中管控的基础上，集中调度成员公司资金，解决临时性的流动性需求。

**未来公司将继续围绕“巩固提升皮革主业，叠加发展时装产业，推动线上线下融合”的战略方针，加快转型升级，并实现多元业态持续发展**

依托海宁“中国皮都”的产业基础，公司将发挥公司品牌、规模及客户资源等优势，进一步做深做透皮革主业。未来公司将继续围绕“巩固提升皮革主业，叠加发展时装产业，推动线上线下融合”的战略方针，积极推进市场转型升级和优化市场业态。在发展主业的基础上，实现主业巩固和时装业态培育两手抓，同时稳步做好健康产业、民融中心、担保、数字皮城、酒店、对外投资等专项业务，实现多元业态持续发展。



## 财务分析

### 财务质量

公司提供了 2019 年~2021 年审计报告及 2022 年 1~3 月的合并财务报表。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年~2021 年财务报表进行了审计，均出具标准无保留意见的审计报告，2022 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

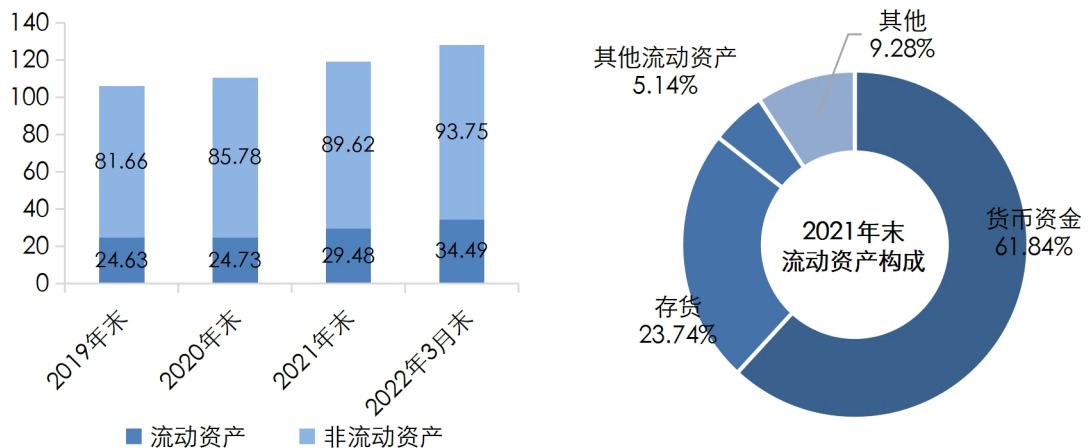
截至 2022 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 34 家，其中一级控股子公司 18 家。

### 资产构成与质量

公司资产主要由投资性房地产、货币资金及存货等构成，其中投资性房地产采用成本价计量，具有一定升值空间，但整体资产的流动性一般

近年来，公司资产总额保持小幅增长，其中非流动资产占比较大。公司资产主要由货币资金、存货、投资性房地产等构成。截至 2022 年 3 月末，公司资产总额为 128.25 亿元，其中非流动资产 93.75 亿元，占比 73.10%。

图表 8：公司资产构成及质量情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 末	2021 年末	2022 年 3 月末
货币资金	5.34	11.78	18.23	18.38
存货	13.59	7.57	7.00	8.77
其他流动资产	1.69	4.12	1.51	1.46
应收账款	0.04	0.03	1.19	2.50
一年内到期的非流动资产	0.85	-	-	1.56
<b>流动资产合计</b>	<b>24.63</b>	<b>24.73</b>	<b>29.48</b>	<b>34.49</b>
投资性房地产	72.54	76.09	76.85	76.09
固定资产	4.04	3.74	3.48	3.39
长期应收款	1.87	2.41	1.64	6.29
<b>非流动资产合计</b>	<b>81.66</b>	<b>85.78</b>	<b>89.62</b>	<b>93.75</b>
<b>资产总计</b>	<b>106.29</b>	<b>110.52</b>	<b>119.10</b>	<b>128.25</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司流动资产有所波动，主要由货币资金和存货等构成。截至 2021 年末，公司流动资产为 29.48 亿元，其中货币资金为 18.23 亿元，同比增长较快，主要为融资借款增加所致，受

限货币资金为 6.26 亿元；存货账面价值 7.00 亿元，其中开发成本 6.23 亿元，开发产品 0.75 亿元；其他流动资产为 1.51 亿元，主要为认购的基金投资理财产品及待抵扣增值税进项。截至 2022 年 3 月末，公司流动资产为 34.49 亿元，其中应收账款因应收销售款增加而较上年末增至 2.50 亿元，存货因时尚小镇公司支付皮都伊尚和潮品荟项目土地款而增至 8.77 亿元。

2019 年~2021 年末，公司非流动资产逐年小幅增长，截至 2021 年末，公司非流动资产为 89.62 亿元，主要由投资性房地产和固定资产等构成。其中，公司投资性房地产账面价值为 76.85 亿元，主要为公司拥有的皮革城市场及时尚小镇中的房屋、建筑物和土地使用权，全部未进行抵质押，采用成本计量，未办妥产权证书的投资性房地产账面价值为 21.42 亿元，截至 2021 年末公司投资性房地产详见附件三；固定资产期末余额为 3.48 亿元，主要为房屋及建筑物、专用设备。2022 年 3 月末，公司非流动资产 93.75 亿元，较年初增长 4.61%，其中投资性房地产和固定资产变化不大，长期应收款因当期收购创佳融资租赁（浙江）有限公司并表而大幅增至 6.29 亿元。东方金诚关注到，公司皮革城专业市场大部分开业时间较早，如海宁本部市场于 2005 年开业，考虑到近年海宁市经济和房地产市场发展较快，周边配套设施较完善，采用成本计量的投资性房地产具有一定的升值空间。

从资产受限及抵质押情况来看，截至 2021 年末，公司受限资产为 6.26 亿元，全部为受限的货币资金，受限资产占总资产的比例为 5.25%，占净资产的比例为 7.68%。

图表 9：截至 2021 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

科目名称	受限资产规模	受限原因
货币资金	5.31	借款担保质押、保证金等
货币资金	0.95	皮革城担保公司缴纳的担保业务保证金
合计	6.26	-

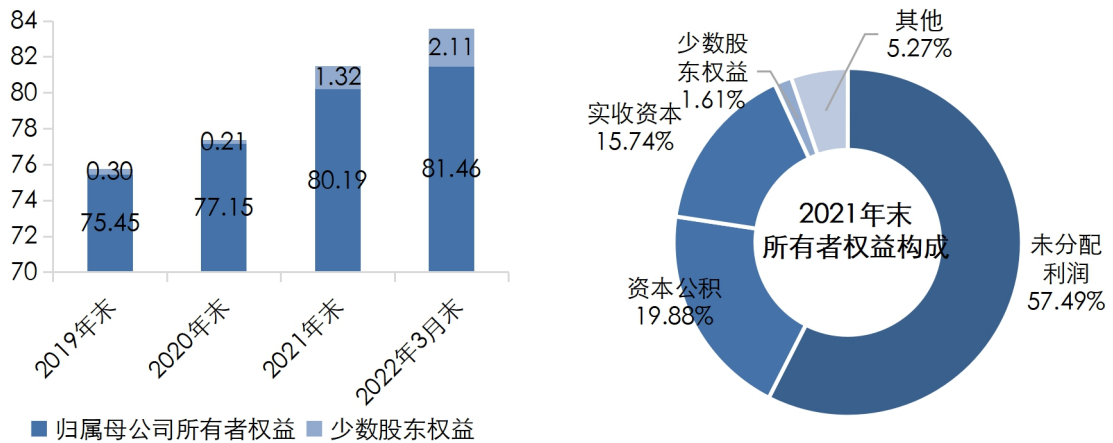
资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

**受益于经营积累，公司所有者权益保持逐年小幅增长，所有者权益中未分配利润占比较高**

受益于经营积累，公司所有者权益保持逐年小幅增长。2021 年末，公司所有者权益为 81.51 亿元，其中少数股东权益 1.32 亿元，实收资本为 12.83 亿元，资本公积为 16.21 亿元，未分配利润为 46.86 亿元，未分配利润占比较高。2022 年 3 月末，公司所有者权益为 83.57 亿元，较年初小幅增长 2.53%，构成变化不大。

图表 10: 公司所有者权益构成情况 (单位: 亿元)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 公司资产负债率较低, 有息债务规模近年保持增长, 其中长期有息债务占比较大

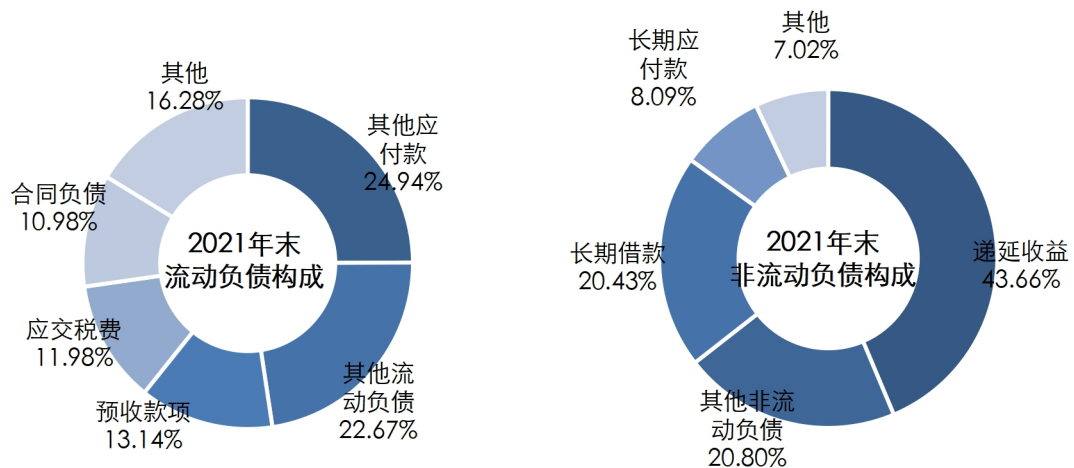
近年公司负债总额有所波动, 流动负债占比逐年下降但占比仍较高。2021年末, 公司负债总额为37.59亿元, 其中流动负债占比60.91%。2022年3月末, 公司负债总额较年初增长18.84%至44.68亿元, 其中流动负债占比63.47%。

近年公司流动负债规模基本稳定。公司流动负债主要由其他流动负债、预收款项、合同负债及其他应付款等构成, 截至2021年末, 公司流动负债为22.90亿元, 其中短期借款0.44亿元; 预收款项3.01亿元, 主要为预收的租赁合同款2.97亿元; 合同负债2.51亿元, 主要为商铺及配套物业预售款; 其他应付款5.71亿元, 主要包括公司收到客户缴纳的商铺经营保证金、担保保证金及维修基金、应付工程保证金及暂借款等; 应付账款1.85亿元, 主要为应付工程款; 其他流动负债5.19亿元, 主要为公司预提的5.02亿元土地增值税。2022年3月末, 公司流动负债28.36亿元, 较年初增长23.83%, 其中公司于2022年1月发行3亿元“22海宁皮革SCP001”的超短期融资券计入其他流动负债。“22海宁皮革SCP001”到期日为2022年5月17日, 公司已按期偿付。同时, 2022年4月28日, 公司成功发行规模为3亿元的“22海宁皮革SCP002”, 到期日为2022年10月25日。

公司非流动负债规模呈增长趋势, 主要由递延收益、长期借款及其他非流动负债等构成。2021年末, 公司非流动负债为14.70亿元, 其中递延收益为6.42亿元, 主要为公司待结转的政府补助; 长期借款3.00亿元, 全部为质押借款, 由皮革城担保公司以定期存款进行质押保证; 长期应付款1.19亿元, 其中公司借入的扶贫项目专项借款0.97亿元; 其他非流动负债3.06亿元, 为公司2021年6月发行的中期票据“21海宁皮革MTN001”, 本金3亿元且按面值计提利息0.06亿元。2022年3月末, 公司非流动负债规模16.32亿元, 较年初增长11.07%, 其中长期借款增加至4.78亿元, 主要因收购的项目公司纳入合并范围所致。2022年6月30日, 公司成功发行规模为3亿元、期限2年的中期票据“22海宁皮革MTN001”, 募集资金用途为偿还于2023年6月30日到期的“21海宁皮革MTN001”债券。



图表 11：公司流动负债和非流动负债构成情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
其他应付款	5.74	4.49	5.71	7.30
其他流动负债	4.32	7.63	5.19	8.21
预收款项	6.10	3.27	3.01	3.10
应交税费	1.04	1.25	2.74	1.26
合同负债	-	1.53	2.51	2.69
<b>流动负债合计</b>	<b>23.05</b>	<b>22.51</b>	<b>22.90</b>	<b>28.36</b>
递延收益	5.85	5.72	6.42	6.27
其他非流动负债	-	-	3.06	3.06
长期借款	-	3.00	3.00	4.78
长期应付款	1.08	1.28	1.19	1.17
<b>非流动负债合计</b>	<b>7.49</b>	<b>10.64</b>	<b>14.70</b>	<b>16.32</b>
<b>负债合计</b>	<b>30.54</b>	<b>33.15</b>	<b>37.59</b>	<b>44.68</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

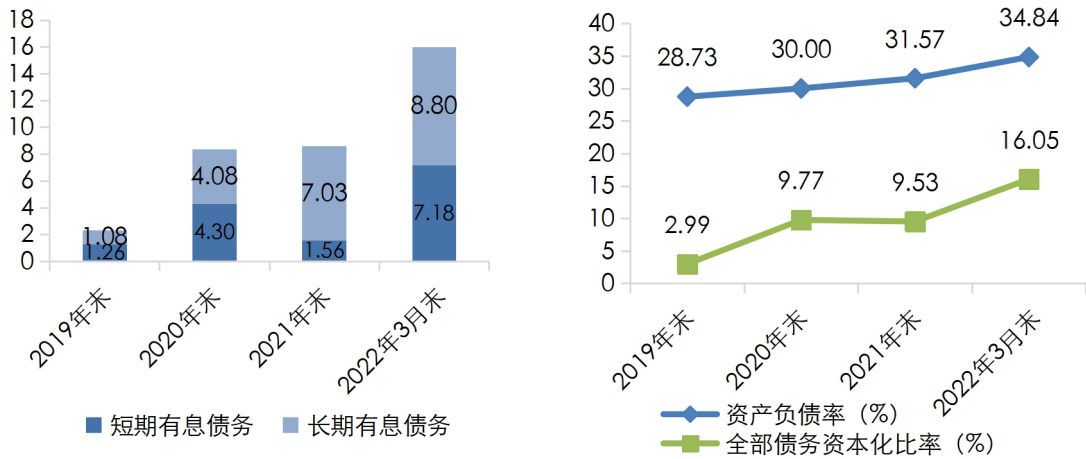
有息债务方面，近年公司全部债务规模整体呈增长趋势，长期有息债务规模占比较大。截至 2021 年末，公司全部债务规模为 8.58 亿元，其中短期有息债务 1.56 亿元，长期有息债务 7.03 亿元，长期有息债务占比为 81.86%，主要为用于海宁小镇项目开发建设及补充营运资金；公司长期债务资本化比率为 7.94%，全部债务资本化比率 9.53%，资产负债率为 31.57%。截至 2022 年 3 月末，公司全部债务规模增至 15.98 亿元，其中短期有息债务为 7.18 亿元，长期有息债务为 8.80 亿元，长期债务资本化比率增至 9.53%，全部债务资本化比率 16.05%，资产负债率为 34.84%。整体来看，公司资产负债率仍较低，随着在建及拟建项目投入的增加，未来公司债务规模或将继续小幅增长。

未来债务压力方面，从 2022 年 3 月末存续债务结构来看，公司有息债务中长期债务占比较大，其中长期有息债务中中期票据 3 亿元，到期日为 2023 年 6 月 30 日；短期有息债务中包括本金为 3 亿元的超短期融资券，其余主要为银行借款，整体偿付压力可控。

对外担保方面，截至 2021 年末，公司无对合并范围外子公司的担保。同时，公司及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，截至 2021

年 12 月 31 日，公司及子公司提供保证担保的余额为 0.76 亿元；皮革城担保公司主要为海宁皮革城市场经营户提供融资性担保，截至 2021 年 12 月 31 日，皮革城担保公司提供借款担保的余额为 7.41 亿元。

图表 12：公司债务负担情况（单位：亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 盈利能力

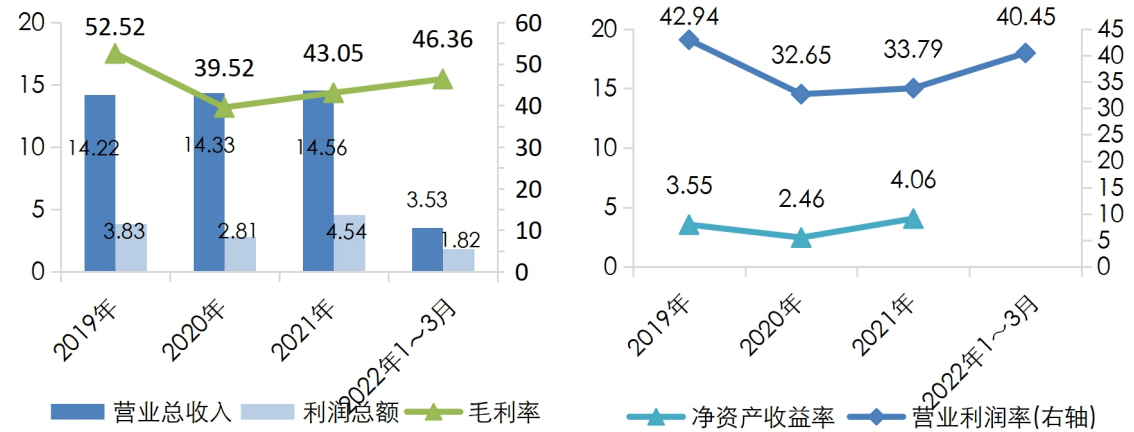
近年公司收入保持增长，利润有所波动，预计 2022 年公司在落实执行国有房屋租金减免政策影响下收入和利润同比下滑，但长期来看随着疫情好转，公司经营将保持稳定

2019 年~2021 年，公司营业总收入保持小幅增长，毛利率有所波动，受疫情影响 2020 年毛利率明显下滑；期间费用以管理费用和销售费用为主，期间费用占营业收入的比重逐年下降。同期，公司利润总额分别为 3.83 亿元、2.81 亿元和 4.54 亿元，净利润分别为 2.69 亿元、1.90 亿元和 3.31 亿元，净资产收益率分别为 3.55%、2.46%和 4.06%，2021 年盈利能力同比提升主要由于当年理财产品收益增加使得投资收益增长较快所致。

2022 年 1~3 月，公司实现营业总收入 3.53 亿元，毛利率为 46.36%，利润总额和净利润分别为 1.82 亿元和 1.48 亿元，同比均保持增长。

2022 年 3 月以来，包括海宁在内的部分地区出现疫情反复，公司承担社会责任，根据住建部下发的承租国有房屋租金减免政策，给予商户减免 3~5 个月租金，受此影响，预计 2022 年公司收入和利润同比将有所下滑。长期来看，随着疫情恢复，公司不断优化市场业态，加快转型升级，预计未来公司经营将继续保持稳定。

图表 13: 公司盈利能力情况 (单位: 亿元、%)



项目	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月
期间费用率 (%)	18.30	15.67	12.98	9.37
投资收益	0.26	0.21	1.07	0.17
利润总额(亿元)	3.83	2.81	4.54	1.82
净利润(亿元)	2.69	1.90	3.31	1.48
总资本收益率 (%)	3.87	2.48	4.02	-
净资产收益率 (%)	3.55	2.46	4.06	-

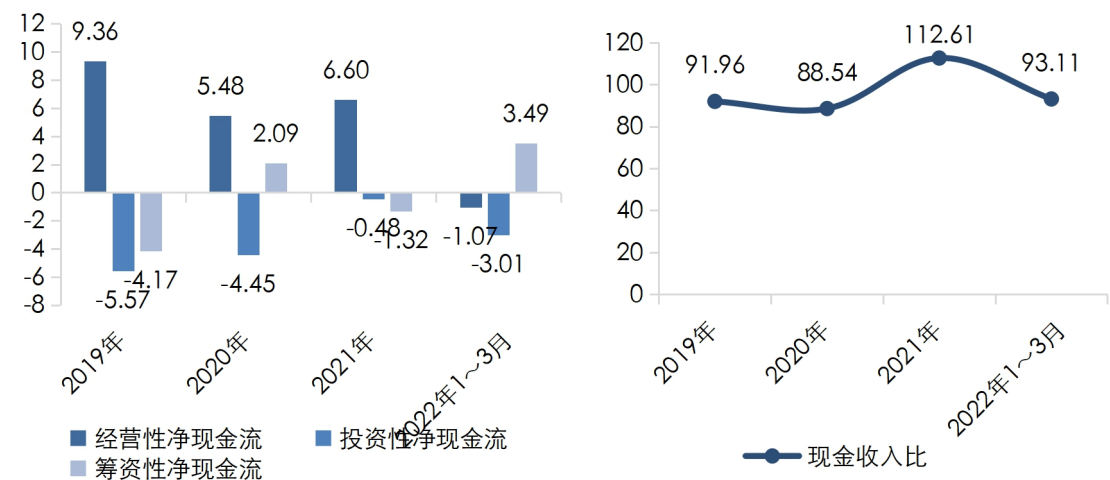
数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

### 现金流

近年公司经营性净现金流持续保持较大规模的净流入, 随着在建项目投入的增加, 预计未来仍存在外部融资需求

2019年~2021年, 公司经营活动产生的现金流量净额有所波动, 但仍持续保持较大规模的净流入; 同期, 现金收入比分别为91.96%、88.54%和112.61%, 2021年现金收入比提升较快。

图表 14: 公司现金流情况 (单位: 亿元、%)



数据来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司近年投资活动现金流呈净流出状态, 但净流出规模有所下降, 其2021年中投资活动产

生的现金流量净额比去年同期增加 89.14%，主要系当年公司减少购买理财产品所致；公司筹资性净现金流规模波动较大，主要由于当期偿还债务支付的现金变动所致。

2022 年 1~3 月，公司经营活动产生的净现金流、投资活动产生的净现金流和筹资活动产生的净现金流分别为-1.07 亿元、-3.01 亿元和 3.49 亿元，其中一季度公司成功发行 3 亿元超短期融资券使得当期筹资性净现金流大幅增加。随着在建及拟建项目投入的增加，预计未来公司仍存在外部融资需求。

### 偿债能力

近年公司流动比率和速度比率逐年有所提升。受公司经营活动产生的现金流量净额波动影响，公司经营现金流流动负债比波动较大。2019 年~2021 年，公司 EBITDA 分别为 7.53 亿元、6.47 亿元和 8.36 亿元；EBITDA 对利息的支付保障能力强，全部债务/EBITDA 有所波动。

截至 2022 年 3 月末，公司短期有息债务为 7.18 亿元；截至本报告出具日，公司未来一年到期的债券（含回售）本金为 6 亿元，2021 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 0.50 亿元。2021 年公司经营性净现金流为 6.60 亿元，投资性净现金流为-0.48 亿元，筹资活动前净现金流为 6.12 亿元。预计 2022 年，受疫情减免租金影响，公司盈利能力同比下降；公司资本支出计划为 8.58 亿元。预计公司 2022 年筹资活动前净现金流同比下降，对短期有息债务的保障能力一般。

截至 2022 年 3 月末，公司共获得银行授信额度 30.92 亿元，已使用授信额度为 7.52 亿元，未使用的额度为 23.40 亿元。公司作为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

图表 15：公司偿债能力指标情况

指标	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
流动比率 (%)	106.86	109.85	128.74	121.65
速动比率 (%)	47.89	76.23	98.18	90.73
经营现金流流动负债比 (%)	40.60	24.32	28.83	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.55	27.57	26.13	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.31	1.29	1.04	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 过往债务履约和其他信用记录

根据公司提供、中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2022 年 8 月 3 日，公司本部在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。

公司到期债券已按期兑付，处于存续期债券均按时偿还利息。

### 外部支持

公司控股股东海宁资产是海宁市重要的国有资产投资经营主体，作为运营其优质经营性资产的上市子公司，公司在发展中持续获得股东及各方在政策、资金等方面的较强支持

公司控股股东为海宁资产，实际控制人为海宁市人民政府。海宁资产是海宁市最重要的国有资产投资经营主体，其发展中得到了海宁市政府在资产注入和财政补贴等方面的大力支持。截至 2021 年末，海宁资产资产总额为 1154.35 亿元，所有者权益为 534.46 亿元，资产负债率



为 53.70%。2021 年海宁资产实现营业收入总收入 123.73 亿元，净利润 7.96 亿元。整体来看，海宁资产综合实力很强。作为海宁资产下属上市子公司，公司在海宁资产中占有重要的地位，2021 年海宁皮城净利润占海宁资产净利润规模的比例为 41.57%，是海宁资产稳定的收入和现金流入来源。

作为海宁中国皮革城运营主体，公司在发展过程中得到了股东及各级政府的较强支持。2005 年 10 月 18 日公司进行新城整体搬迁，服务功能和发展空间大幅提升，海宁中国皮革城已成为目前中国最具影响力的皮革专业市场之一。2018 年 9 月，股东海宁资产将其持有的时尚小镇公司 70% 的股权出售给公司，该时尚小镇项目系浙江省政府公布的第一批省级特色小镇，以打造皮革时尚小镇服装业核心区为导向，有利于促进公司时装产业及皮革产业价值链的延伸。同时，股东海宁资产曾多次对公司进行增持，审批通过员工持股计划等员工激励政策等促进了公司的稳定发展。

产业政策方面，时尚产业被列为浙江省重点打造的八大万亿产业之一和十大标志性产业链之一，也是十四五时期海宁市重点打造的千亿级产业，产业政策的陆续出台有利于公司未来的可持续发展。财政补助方面，2019 年~2021 年末及 2022 年 3 月末，公司递延收益余额分别为 5.85 亿元、5.72 亿元、6.42 亿元和 6.27 亿元，递延收益全部为与资产相关的政府补助或与收益相关的政府补助。其中，2021 年公司新增政府补助为 0.94 亿元，计入当期损益金额为 0.24 亿元。

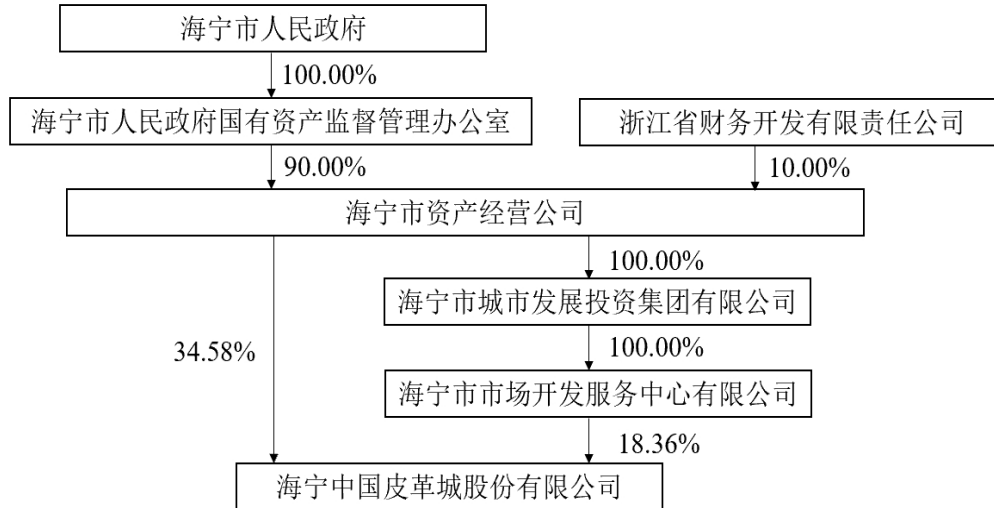
## 抗风险能力及结论

公司运营的海宁中国皮革城位于中国皮都海宁市，是中国最具影响力的皮革专业市场之一，同时公司凭借丰富的客户资源等优势进行异地扩张，产业集聚优势明显，综合实力很强；近年公司不断优化市场业态，加快转型升级，海宁中国皮革城近年出租率保持较高水平，物业租赁及管理业务收入及利润总体保持稳定；公司皮革市场物业大部分为自持，且开业时间较早，2021 年末以成本计量的投资性房地产账面价值为 76.85 亿元，投资性房地产规模较大且具有一定的增值空间。同时，东方金诚也关注到，2022 年上半年包括海宁市在内的部分地区出现疫情反复，根据国家政策，公司将给予商户 3~5 个月的租金减免，预计 2022 年公司经营业绩将有所承压；近年皮革行业景气度较低，公司部分异地连锁专业市场出租率及收入规模均较低，盈利能力较差；公司在建及拟建项目主要为成都皮革城二期、皮都伊尚项目和潮品荟项目，投资规模较大，预计未来公司仍面临一定的资金支付需求。

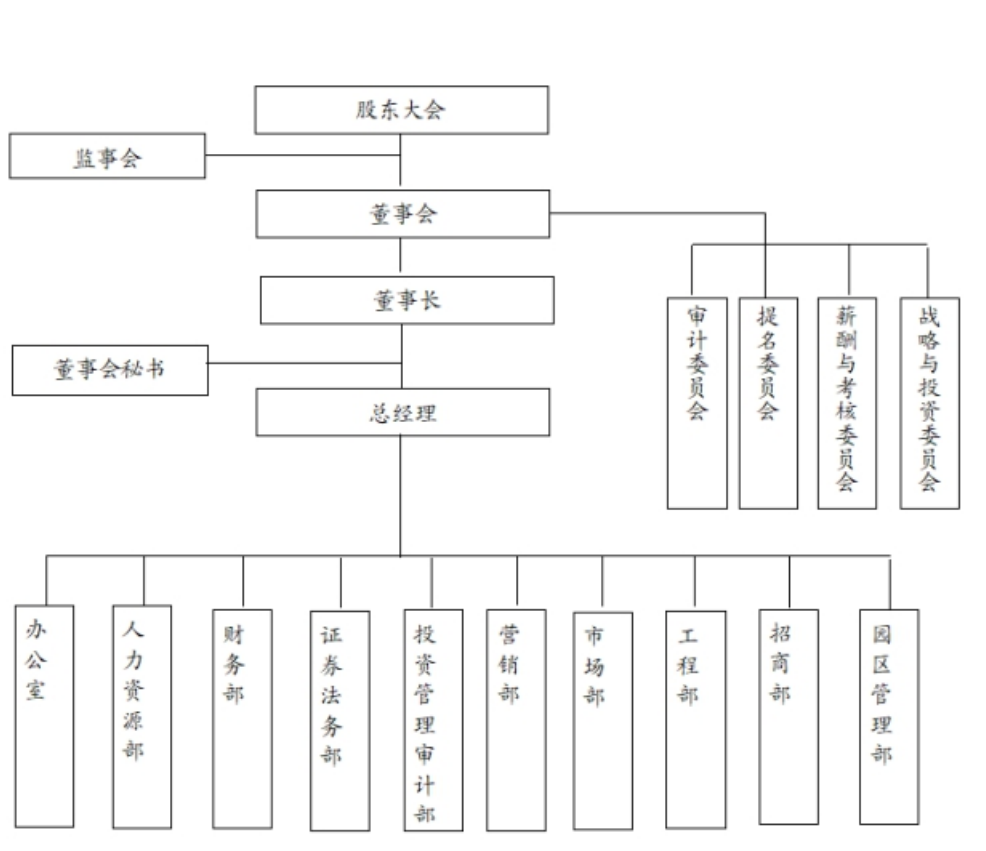
外部支持方面，公司控股股东海宁资产是海宁市重要的国有资产投资经营主体，作为运营其优质经营性资产的上市子公司，公司在发展中持续获得股东及相关各方在政策、资金等方面的较强支持。

综上所述，东方金诚评定公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定。基于对公司主体信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AA+，该级别反映了本期债券到期不能偿付的风险很小。

附件一：截至 2022 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织机构图



附件三：截至 2021 年末公司主要投资性房地产情况

单位：万元

所属物业	权证	账面余额	累计折旧	减值准备	账面价值
哈尔滨皮革城	未办妥权证	119499.56	26552.69	-	92946.87
成都皮革城	均已办理	68040.00	19976.04	-	48063.96
本部市场	均已办理	293610.88	91272.17	-	202338.71
时尚小镇项目	均已办理	140036.51	8064.68	-	131971.83
沭阳皮革城	均已办理	8080.91	3284.50	-	4796.41
佟二堡皮革城	部分未办妥权证	172655.77	41342.22	338.81	130974.74
武汉皮革城	均已办理	82894.21	16507.02	-	66387.19
郑州皮革城	未办妥权证	66744.04	10685.12	-	56058.92
济南皮革城	均已办理	43750.81	8751.44	-	34999.37
<b>合计</b>		<b>995312.69</b>	<b>226435.87</b>	<b>338.81</b>	<b>768538.01</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理



附件四：公司主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年1~3月 (未审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	106.29	110.52	119.10	128.25
所有者权益 (亿元)	75.75	77.36	81.51	83.57
负债总额 (亿元)	30.54	33.15	37.59	44.68
短期债务 (亿元)	1.26	4.30	1.56	7.18
长期债务 (亿元)	1.08	4.08	7.03	8.80
全部债务 (亿元)	2.34	8.38	8.58	15.98
营业收入 (亿元)	14.13	14.25	14.35	3.33
利润总额 (亿元)	3.83	2.81	4.54	1.82
净利润 (亿元)	2.69	1.90	3.31	1.48
EBITDA (亿元)	7.53	6.47	8.36	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	9.36	5.48	6.60	-1.07
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-5.57	-4.45	-0.48	-3.01
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-4.17	2.09	-1.32	3.49
毛利率 (%)	52.52	39.52	43.05	46.36
营业利润率 (%)	42.94	32.65	33.79	40.45
销售净利率 (%)	19.04	13.36	23.07	44.48
总资本收益率 (%)	3.87	2.48	4.02	-
净资产收益率 (%)	3.55	2.46	4.06	-
总资产收益率 (%)	2.53	1.72	2.78	-
资产负债率 (%)	28.73	30.00	31.57	34.84
长期债务资本化比率 (%)	1.40	5.01	7.94	9.53
全部债务资本化比率 (%)	2.99	9.77	9.53	16.05
货币资金/短期债务 (%)	423.15	273.96	1171.01	256.21
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	162.08	12.26	71.29	-
流动比率 (%)	106.86	109.85	128.74	121.65
速动比率 (%)	47.89	76.23	98.18	90.73
经营现金流流动负债比 (%)	40.60	24.32	28.83	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	21.55	27.57	26.37	-
全部债务/EBITDA (倍)	0.31	1.29	1.03	-
应收账款周转率 (次)	673.38	386.46	23.44	-
销售债权周转率 (次)	673.38	386.46	23.44	-
存货周转率 (次)	0.99	0.81	1.12	-
总资产周转率 (次)	0.27	0.13	0.12	-
现金收入比 (%)	91.96	88.54	112.61	93.11

## 附件五：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
现金类资产偿债倍数 (倍)	$(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{本期短期融资券到期偿还额}$
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期超短期融资券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期超短期融资券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期超短期融资券到期偿还额}$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

全部债务=长期债务+短期债务

利息支出=利息费用+资本化利息支出

## 附件六：企业主体及长期债券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。

## 跟踪评级安排

根据监管部门有关规定的要求，东方金诚将在“海宁中国皮革城股份有限公司2022年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“该债项”）的信用等级有效期内，持续关注与海宁中国皮革城股份有限公司（以下简称“受评主体”）和该债项相关的、可能影响其信用等级的重大事项，实施跟踪评级。东方金诚在信用等级有效期满后不再承担对该债项的跟踪评级义务。

跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。定期跟踪评级每年进行一次，东方金诚将按照监管规定或委托评级合同约定出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对该债项信用等级产生重大影响的事项时启动。

在该债项信用等级有效期内发生可能影响其信用评级的事项时，委托方或受评主体等相关方应及时告知东方金诚，并提供相关资料，东方金诚将就相关事项进行分析，视情况出具不定期跟踪评级结果。

如委托方或受评主体等相关方未能及时或拒绝提供跟踪评级所需相关资料，东方金诚将有权视情况采取延迟披露跟踪评级结果、确认或调整信用等级、公告信用等级暂时失效或终止评级等评级行动。

东方金诚出具的跟踪评级结果等相关信息将按照监管规定或委托评级合同约定向相关单位报送或披露，在该债项交易场所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易场所网站公告披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

东方金诚国际信用评估有限公司

2022年8月17日

