

# 信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2023】0153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根据跟踪评级安排对贵公司及“22皮城01”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，同时维持“22皮城01”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

二〇二三年六月十二日

## 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”），本公司声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与受评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。其中主体评级结果有效期自2023年6月12日至2024年6月11日有效，该有效期除终止评级外，不因任何原因调整。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

2023年6月12日

## 海宁中国皮革城股份有限公司主体及“22皮城01”2023年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2023/6/12	AA+/稳定	葛新景	吴马兰

债项信用			评级模型						
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	一级指标	二级指标	权重 (%)	得分			
22皮城01	AA+	AA+	企业规模	营业收入	20.00	8.31			
注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”。									
<b>主体概况</b>  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。			市场竞争力	竞争优势	20.00	16.00			
				多样性	10.00	6.00			
			盈利能力	EBITDA/收入	8.00	8.00			
				总资产收益率	7.00	3.58			
			债务负担和保障程度	资产负债率	10.00	10.00			
				经营性净现金流/流动负债	7.00	5.65			
				EBITDA/利息支出	9.00	9.00			
				全部债务/EBITDA	9.00	8.41			
			调整因素					无	
			个体信用状况					aa	
外部支持					+1				
评级模型结果					AA+				
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。									

### 评级观点

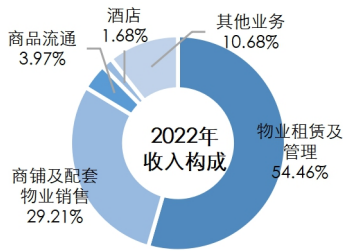
跟踪期内，公司运营的海宁中国皮革城位于中国皮都海宁市，产业集聚优势明显，综合实力仍很强；截至2023年3月末，公司运营皮革专业市场共8个，其中海宁本部、佟二堡皮革城、成都皮革城和沭阳皮革城等市场出租率均超过90%；公司皮革市场物业均为自持，且开业时间较早，投资性房地产规模较大且仍具有一定的增值空间。另一方面，根据国家政策，2022年公司给予商户3~5个月的租金减免，跟踪期内物业租赁及管理业务收入及毛利率下降较多，同时部分异地连锁专业市场出租率及收入规模较低；公司有息债务规模增加较快，未来在建及拟建项目投资规模较大，仍存在一定的资金支付需求。

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，跟踪期内，公司获得股东及各方在政策、资金等方面的支持力度仍较大。

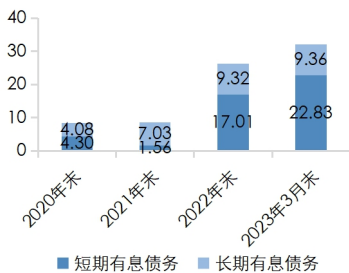
综合分析，东方金诚维持公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，同时维持“22皮城01”信用等级为AA+。

## 主要指标及依据

### 2022 年收入构成



### 近年公司全部债务情况 (亿元)



### 主要数据和指标

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额(亿元)	110.52	119.10	137.97	145.96
所有者权益(亿元)	77.36	81.51	84.71	86.06
全部债务(亿元)	8.38	8.58	26.32	32.18
营业总收入(亿元)	14.25	14.35	13.11	2.99
利润总额(亿元)	2.81	4.54	4.10	1.71
经营性净现金流(亿元)	5.48	6.60	0.11	1.15
营业利润率(%)	32.65	33.79	31.13	43.13
资产负债率(%)	30.00	31.57	38.60	41.04
流动比率(%)	109.85	128.74	112.07	114.06
全部债务/EBITDA(倍)	1.29	1.03	3.21	-
EBITDA 利息倍数(倍)	27.57	26.37	15.02	-

注：表中数据来源于公司 2020 年~2022 年的审计报告及 2023 年 1~3 月未经审计的财务报表。

## 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，综合实力仍很强；
- 截至 2023 年 3 月末，公司运营皮革专业市场共 8 个，可出租面积合计 228.37 万平方米，跟踪期内，公司海宁本部、佟二堡皮革城、成都皮革城和沭阳皮革城等市场出租率均超过 90%；
- 公司皮革市场物业均为自持，且开业时间较早，2022 年末以成本计量的投资性房地产账面价值为 75.41 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，跟踪期内，公司获得股东及各方在政策、资金等方面的支持力度仍较强。

## 关注

- 根据国家政策，2022 年公司给予商户 3~5 个月的租金减免，跟踪期内物业租赁及管理业务收入及毛利率下降较多；
- 公司部分异地连锁专业市场出租率及收入规模较低，未来仍将面临较大的经营压力；
- 跟踪期内，公司有息债务规模增加较快，未来在建及拟建项目投资规模较大，预计公司仍存在一定的资金支付需求。

## 评级展望

公司评级展望为稳定。国内实体市场景气度逐步回升，同时公司不断优化市场业态，加快转型升级，预计未来公司经营保持稳定。

## 评级方法及模型

《东方金诚工商企业（通用）信用评级方法及模型》（RTFC027202208）

## 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 SCPO02	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)》	<a href="#">阅读原文</a>

AA+/稳定 AA+/22 皮城 01 2022 年 8 月 17 日 葛新景、谷建伟 《东方金诚零售企业信用评级方法及模型 (RTFC024202208) 》 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。

### 本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额 (亿元)	存续期	增信措施	增信方/主体信用等级/评级展望
22 皮城 01	2022/8/17	4.00	2022/10/26~2024/10/26	无	-

注：“22 皮城 01” 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。

## 跟踪评级原因

按照相关监管要求及“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“22 皮城 01”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

## 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“海宁资产”），实际控制人为海宁市人民政府。

跟踪期内，公司注册资本、实收资本及控股股东未发生变化。截至 2023 年 3 月末，公司注册资本仍为 12.83 亿元，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委员会持有海宁资产 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 2023 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。近年来公司积极推进“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 2023 年 3 月末，公司资产总额 145.96 亿元，所有者权益 86.06 亿元，资产负债率 41.04%。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现营业总收入 13.11 亿元和 2.99 亿元，利润总额 4.10 亿元和 1.71 亿元。

## 债项本息兑付及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月末，公司发行的“22 皮城 01”募集资金已按照约定全部用于偿还公司有息债务；跟踪期内，“22 皮城 01”尚未到本息偿付日。

## 个体信用状况

### 宏观经济和政策环境

**2023 年一季度经济超预期反弹，修复势头有望延续；当前物价水平偏低，提振消费空间较大**

2023 年一季度 GDP 同比增速达 4.5%，大幅高于上年四季度的 2.9%，超出市场普遍预期。



这主要源于外生性冲击平息后，消费进入较快回升过程，加之一季度处于经济复苏初期，宏观政策保持稳增长取向，基建投资延续接近两位数的高增势头。此外，年初楼市有所回暖，房地产投资跌幅收窄，对经济的拖累效应减弱。不过，伴随前期美、欧央行大幅加息的滞后影响显现，2023年全球经济下行势头明显，一季度我国出口额（以美元计价）同比增速仅为0.5%，大幅低于上年全年的7.0%。展望二季度，在消费回升、投资保持较快增长带动下，宏观经济将克服外需下滑拖累，延续修复势头；另外，上年二季度是外生性冲击高峰期，GDP基数明显偏低。综合以上，预计二季度GDP同比增速有望升至8.0%左右。值得一提的是，无论是一季度的消费大幅反弹，还是二季度的GDP有望高增，都不同程度地受到低基数效应拉动，以两年平均增速衡量，当前经济修复势头仍然比较温和，距离常态化增长水平还有一段距离，特别是消费回补空间较大。另外，接下来楼市能否持续回暖，也存在一定变数。

主要受货币政策始终坚持不搞大水漫灌立场，国内商品和服务供给充分，以及居民消费信心还处于恢复阶段等因素影响，一季度物价水平偏低，其中3月CPI同比仅为0.7%，PPI同比则连续6个月处于通缩状态。2023年居民消费动能有望逐步增强，经济回升过程中出现全面持续通缩的风险不大。当前国内物价走势与海外高通胀形成鲜明对比，继续为国内宏观政策坚持“以我为主”提供有力条件。

**当前宏观政策保持稳增长取向，财政政策加力，货币政策也在扩大内需方面持续发力，但短期内实施降息降准的可能性不大**

2023年一季度基建投资（宽口径）同比增速达到10.8%，这是宏观政策支持经济回升的最直接体现。2023年目标财政赤字率、新增专项债规模上调，专项债继续前置发行，准财政性质的政策性金融工具继续支持基建投资，以及3月新安排1.2万亿元减税降费措施等，都显示2023年财政政策在支持经济回升过程中将发挥更重要作用，预计二季度基建投资增速有望继续保持较快增长水平。货币政策方面，一季度降准超预期落地，信贷投放明显靠前，货币政策也在扩大内需、支持经济回升方向持续发力。展望未来，在信贷节奏放缓前景下，二季度继续实施降准的可能性不大；年初物价水平偏低，货币政策灵活调整空间较大，但年内是否实施政策性降息，将主要取决于后期经济修复动能。最后，为引导房地产行业尽快实现软着陆，二季度政策面支持力度有望进一步加码。

## 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年国内皮革景气指数和价格指数仍较低，2023年来在商品销售渠道多样化发展以及多项促消费政策落地等因素的推动下，我国皮革行业有望逐步恢复**

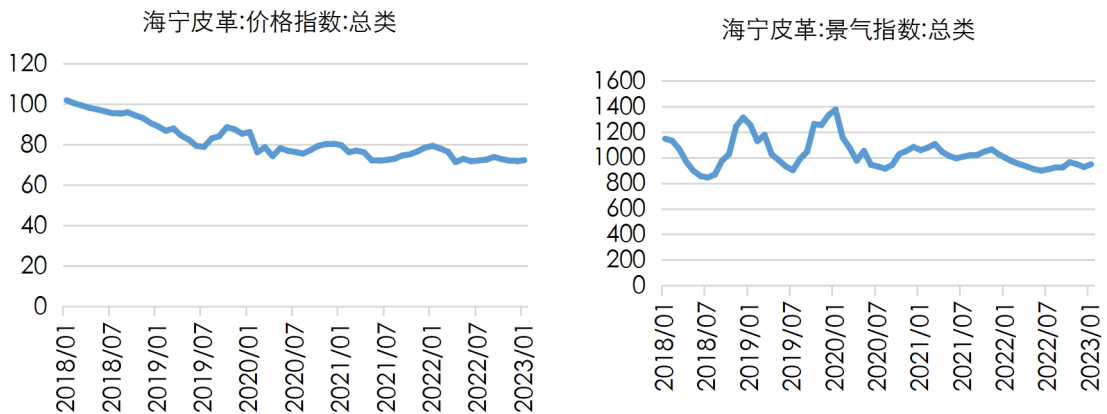
皮革专业市场的发展与皮革行业的发展密切相关。我国是世界皮革产业加工中心，皮革、毛皮制品产量居世界第一，皮衣和皮具综合产量居世界之首。2022年，在国内经济下行、国内外市场需求疲弱、环境约束、原材料成本高企等因素的影响下，皮革产品行业运行压力增大，景气度仍较低。根据国家统计局数据，2022年我国规模以上皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业企业营业收入11339.9亿元，同比下降0.4%，实现利润总额614.4亿元，同比增长3.3%。2023年1~3月，规模以上皮革、毛皮、羽毛及其制品和制鞋业企业营业收入2158.5亿元，同

比下降 16.3%；实现利润总额 89.6 亿元，同比下降 25.7%。

从中国皮革行业的景气指数来看，2022 年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，2022 年来皮革价格指数低于 100 点，2023 年 1 月价格指数为 72.19。

2023 年来，在商品销售渠道多样化发展以及多项促消费政策落地等因素的推动下，国内经济增长内生动力将不断积聚增强，我国皮革行业有望逐步恢复。但当前全球经济增长放缓，市场需求复苏承压，我国皮革行业保持恢复性增长仍面临着较大挑战。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。

在互联网+时代，随着网购用户规模不断扩大，社交电商的渗透率逐步提升，网上零售等新兴市场供给方式保持快速增长，移动互联网已经成为年轻人首要的购物渠道，对线下零售及专业市场运营造成了较大的冲击。2022 年实物商品网上零售额 119,642 亿元，比上年增长 6.2%，占社会消费品零售总额的比重增至 27.2%。尽管皮装、毛皮类服饰标准化程度较低、体验式消费成分较大，但网上交易必然会分流相当部分的消费，皮革制品也同样面临着网上交易的分流风险。



## 业务运营

### 经营概况

公司收入和毛利润仍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，2022年公司营业收入、毛利润及毛利率均有所下降

2022年3月，公司收购完成创佳融资租赁（浙江）有限公司（以下简称“创佳融资”）65%的股份并纳入合并范围，公司营业收入新增金融服务业务。公司目前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、金融服务及其他业务等构成，其中物业租赁及管理和商铺及配套物业销售业务是公司最主要的收入和毛利润来源。2022年公司营业收入、毛利润及毛利率均有所下降，主要因公司落实政府相关政策对客户减免租金以及商铺及配套物业销售业务结转销售成本增加等因素影响。

2023年1~3月，公司实现营业收入2.99亿元，毛利润1.47亿元，毛利率49.08%。

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	2020年		2021年		2022年		2023年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
物业租赁及管理	8.47	59.44	9.24	64.38	7.14	54.47	1.60	53.63
商铺及配套物业销售	4.54	31.84	3.28	22.84	3.83	29.20	0.77	25.85
商品流通	-	-	0.52	3.61	0.52	3.96	0.22	7.19
酒店	0.15	1.02	0.19	1.36	0.22	1.71	0.04	1.21
健康医疗服务	0.20	1.38	0.25	1.74	0.41	3.15	0.13	4.40
金融服务业务	-	-	-	-	0.82	6.22	0.20	6.59
其他业务	0.90	6.32	0.87	6.07	0.17	1.29	0.03	1.13
<b>合计</b>	<b>14.25</b>	<b>100.00</b>	<b>14.35</b>	<b>100.00</b>	<b>13.11</b>	<b>100.00</b>	<b>2.99</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	3.69	43.58	4.21	45.52	2.21	30.96	0.51	32.48
商铺及配套物业销售	1.53	33.64	1.54	46.93	1.68	43.85	0.70	90.28
商品流通	-	-	0.03	5.86	0.17	32.02	0.06	27.78
酒店	0.01	4.92	0.03	13.17	0.06	27.26	0.00	-11.48
健康医疗服务	-0.06	-32.49	-0.02	-9.72	0.05	12.73	0.02	13.84
金融服务业务					0.49	60.61	0.17	84.82
其他业务	0.47	52.23	0.40	46.09	0.13	76.52	0.01	23.91
<b>合计</b>	<b>5.63</b>	<b>39.52</b>	<b>6.18</b>	<b>43.05</b>	<b>4.79</b>	<b>36.56</b>	<b>1.47</b>	<b>49.08</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 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，产业集聚优势明显，跟踪期内综合实力仍很强

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

<sup>1</sup>因四舍五入为亿元，数据存在一定误差。

和服务。截至 2022 年末，公司运营专业市场共 8 个，其中位于海宁市的本部专业市场包括海宁中国皮革城和海宁时尚小镇项目。跟踪期内，公司无新增或关闭专业市场。

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 2023 年 3 月末，海宁时尚小镇项目可出租面积计为 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。

近年来，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。跟踪期内，公司继续围绕“巩固提升皮革主业、叠加发展时装产业、推动线上线下融合”的经营战略，积极推进公司转型升级、优化市场业态，持续推进金融服务业务、健康产业项目和时装产业基地等创新业务建设和投资，不断拓展公司产业的广度和深度。

**物业租赁及管理业务仍是公司的核心主业，跟踪期内因给与商户 3~5 个月的租金减免，公司物业租赁及管理业务收入及毛利率均同比下降较多，随着实体市场景气度的回升，预计该业务将逐步恢复并保持稳定**

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，公司一般采用定价定向方式或招投标方式<sup>2</sup>确定租售价格。租金水平方面，公司在每年续租时进行租金调整。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。

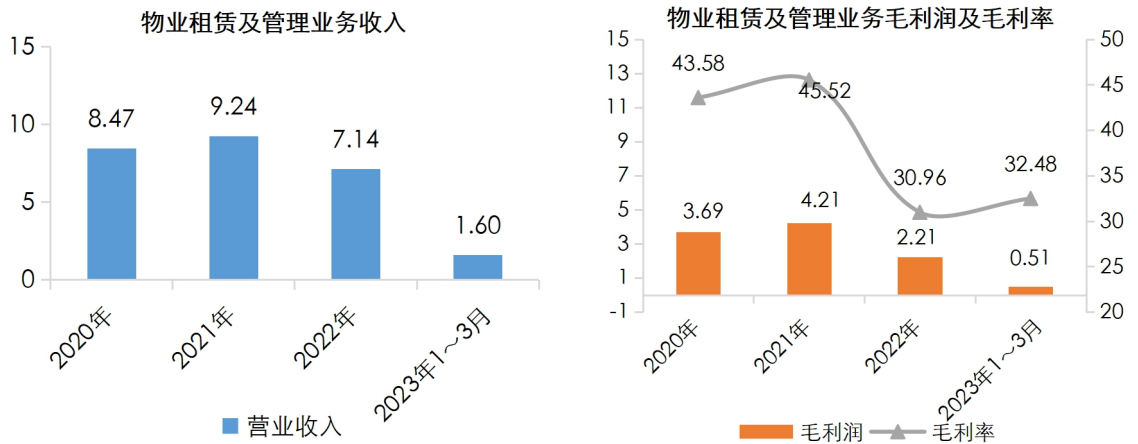
根据国家房屋租赁减免相关政策，2022 年公司给与商户 3~5 个月的租金减免，受此影响，2022 年公司物业租赁及管理业务实现收入 7.14 亿元，较去年减少 2.10 亿元，占营业收入的比重为 54.47%，占比较去年下降 9.91 个百分点，该业务仍是公司最主要的收入来源；物业租赁及管理业务营业成本主要为房屋折旧及人员工资，同期毛利率为 30.96%，同比下降 14.56 个百分点，较高的固定成本支出压力挤压利润空间导致毛利率下降较多。

2023 年 1~3 月，公司物业租赁及管理业务实现收入为 1.60 亿元，毛利润为 0.51 亿元，

<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。

毛利率为 32.48%，业绩继续承压主要因为一季度物业租赁及管理收入主要体现为上个收租年度分摊至本季度收入水平，同时公司在市场恢复过程中对业态布局优化调整，扶持商户，实施部分区域租金优惠激励政策、减免租金等。随着实体市场景气度的逐步回升，预计未来公司物业与租赁管理业务将进一步恢复并保持稳定。

图表 3：近年公司物业与租赁管理业务收入及毛利率情况（单元：亿元、%）



数据来源：Wind，东方金诚整理

公司物业均为自持，跟踪期内，海宁本部、佟二堡皮革城、成都皮革城和沭阳皮革城等市场出租率保持较高水平，但部分连锁专业市场出租率及收入规模仍较低，未来仍将面临较大的经营压力

目前公司运营的专业市场物业均为自持，跟踪期内，海宁本部、佟二堡、成都、沭阳等市场凭借其集聚效应及区位优势，出租率超过 90%，仍持续维持在相对高位。哈尔滨、郑州、济南皮革城等外地连锁超市出租率持续较低。

具体来看，2022 年及 2023 年 1~3 月，公司海宁本部市场出租率为 90.70%，平均租赁单价分别为 39.04 元/平方米/月和 34.16 元/平方米/月，实现物业及租赁收入分别为 4.86 亿元和 1.06 亿元，受 2022 年减免租金政策影响收入有所下降。

公司佟二堡皮革城、成都皮革城和沭阳皮革城等 3 家连锁市场跟踪期内出租率保持较好水平，分别为 92%、90%和 100%；其他连锁市场如哈尔滨、郑州、济南皮革城由于市场周边配套设施尚不成熟、商业氛围差及实体市场景气度下行等因素影响，出租率及收入规模均较低。近年公司不断调整经营策略，武汉皮革城于 2021 年 10 月起整体转租用于购物中心经营。

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 2023 年 3 月末公司皮革专业市场情况（单位：万平方米、%、元/平方米/月、月、万元）

项目名称	项目所在地	开业时间	物业类型	可出租面积	租赁面积	出租率	2022 年			2023 年 1~3 月		
							平均租赁单价	租赁期限	物业租赁及管理收入	平均租赁单价	租赁期限	物业租赁及管理收入
海宁本部市场	海宁	2005	自持	114.38	103.75	90.70	39.04	12	48601	34.16	3	10631
佟二堡皮革城	佟二堡	2010	自持	36.3	33.39	92.00	23.34	12	9351	25.99	3	2603
成都皮革城	成都	2012	自持	14.83	13.35	90.00	31.56	12	50561	28.19	3	1129
沭阳皮革城	沭阳	2008	自持	2.42	2.42	100.00	37.17	12	10791	37.17	3	270
哈尔滨皮革城	哈尔滨	2014	自持	25.42	15.28	60.00	28.07	12	5147	20.70	3	949
济南皮革城	济南	2015	自持	6.89	3.44	50.00	21.70	12	896	18.37	3	190
郑州皮革城	郑州	2016	自持	13.45	4.44	33.00	15.55	12	829	11.75	3	157
武汉皮革城 <sup>3</sup>	武汉	2015	自持	14.68	14.68	100.00	2.44	12	430	1.90	3	84
<b>合计</b>	-	-	-	<b>228.37</b>	<b>190.75</b>	-	-	-	<b>71389</b>	-	-	<b>16012</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 商铺及配套物业销售

跟踪期内，公司商铺及配套物业销售收入保持增长，主要在售项目剩余可售面积较大，为未来业务持续发展提供了一定支撑，但在当前房地产市场未全面转暖的背景下，仍可能存在一定的销售压力

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，销售业务规模随公司各项物业的开发及销售时间不同而具有一定波动。2022 年，公司对海宁小镇一期核心区和成都二期健身中心项目进行了销售，商铺及配套物业销售业务实现收入 3.83 亿元，同比增长 16.77%，毛利润和毛利率分别为 1.68 亿元和 43.85%。2023 年 1~3 月，公司商铺及配套物业销售业务实现收入 0.77 亿元，毛利润和毛利率分别为 0.70 亿元和 90.28%，主要来自海宁本部出口加工区物业的销售。

图表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要在售项目情况（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	13.16	8.09	9.52	11847
成都皮革城二期健身中心项目	成都	商业	2020	7.80	6.20	12.29	4.12	2.98	7237
<b>合计</b>				<b>19.80</b>	<b>16.77</b>	<b>25.45</b>	<b>12.21</b>	<b>12.56</b>	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2023 年 3 月末，公司在售项目主要为海宁小镇一期核心区和成都二期健身中心项目，预计总投资金额为 19.80 亿元，累计投入金额为 16.77 亿元；可售面积 25.45 万平方米，已售

<sup>3</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的《武汉皮革城整体物业租赁合同》及后续补充协议，武汉荟宁公司承租海宁中国皮革城股份有限公司武汉皮革城整体市场进行改造后用于购物中心经营使用，由于市场改造进度不及预期，租赁期调整为 2024 年 1 月 1 日至 2041 年 4 月 30 日，公司在租赁期三年共计给予其 12 个月的免租期，同时武汉荟宁公司按照合同约定需支付武汉皮革城公司代付租金和综合服务费等多项。



面积 12.21 万平方米，剩余可售面积为 13.24 万平方米。其中时尚小镇一期核心区业态涵盖厂房、商铺和公寓，预计总投资金额为 12.00 亿元，可售面积为 13.16 万平方米，公司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，截至 2023 年 3 月末该项目累计投资金额为 10.57 亿元，已回款金额为 9.52 亿元。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体旅综合体项目，该项目总可售面积为 12.29 万平方米，已售面积为 4.12 万平方米。

整体来看，公司主要在售项目剩余可售面积较大，为未来销售业务的持续发展提供了一定支撑，但在当前房地产市场未全面转暖的背景下，未来仍可能存在一定的销售压力。

**公司在建及拟建项目主要为皮都伊尚项目和潮品荟项目等，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 年末，公司在建项目主要包括郑州海宁皮革城二期项目、皮都伊尚项目、潮品荟项目和皮革城公交首末站项目等。

**图表 6：截至 2022 年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
郑州海宁皮革城二期项目	郑州	商业	-	4.17	0.42
皮都伊尚项目	海宁	商业+住宅	2021.11-2024.05	6.50	2.93
潮品荟项目	海宁	商业	2022.10-2025.04	6.90	2.30
皮革城公交首末站项目	海宁	公共交通场站	2023.02-2023.08	0.35	0.06
<b>合计</b>				<b>17.92</b>	<b>5.71</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

郑州海宁皮革城二期项目为合作开发项目，由于该项目用地事先已由公司取得，故以郑州海宁皮革城名义进行目标项目的开发建设运营销售工作，而项目开发建设具体工作及项目建设资金由合作方郑州万悦商业管理有限公司（以下简称“商管公司”）负责。根据协议约定，商管公司应于 2023 年 12 月 31 日完成目标项目的竣工验收，于 2026 年 12 月 31 日完成销售，如逾期未能完成部分，公司有权要求商管公司购买，项目销售超出预期收益的部分公司将支付给商管公司。

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实现收入，同时物业对外出租亦可形成一定租金收入。截至 2022 年末该项目已投金额为 2.93 亿元。

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 年末已投金额为 2.30 亿元。

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。

## 其他业务

公司其他业务主要包括商品流通、酒店、健康产业及金融服务等，跟踪期内收入规模仍较小

公司商品流通业务规模较小。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年公司商品流通业务收入和毛利率分别为0.52亿元和32.02%，收入规模稳定，但毛利率同比提升较快。

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，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。2022年公司酒店服务业务入住率为48.01%，实现收入为0.22亿元，同比均有所提升，但酒店客房单价较上年有所下降。

图表 7：公司酒店业务运营情况（单位：间、元/间/天、%）

项目名称	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
客房数	293	293	293	293
客房单日均价	326.64	361.65	258.39	279.05
入住率	24.87	32.24	48.01	25.32

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—家康复医院，是—家集医疗、科研、教学与康复于—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。2022年健康医疗服务实现收入4127.74万元，同比增长65.33%，毛利率为12.73%，毛利率首年转正。

2022年3月，公司以1.93亿元的价格收购创佳融资65%的股份并纳入合并范围，成为省内首家社会资本转国有资本融资租赁创新试点公司，公司当年营业收入新增金融服务业务收入0.82亿元，毛利率为60.61%。

## 公司治理与战略

**跟踪期内，公司不断完善相关内控制度建设，治理结构和组织架构等未发生重大变化**

跟踪期内，依照相关法律法规，公司不断完善公司治理结构，提高公司治理水平，健全内部控制体系，未收到监管部门行政监管措施需限期整改的有关文件。同时，公司组织架构、主要高管等未发生重大变化。

**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**

跟踪期内，公司发展战略未发生变化。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。公司将持续推进市场转型升级、优化市场业态，通过加速线上融合、拓展投资渠道等，不断夯实产业基础，以内在驱动提升公司核心竞争力。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了 2022 年合并财务报表及 2023 年一季度财务报表。天健会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2022 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2023 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2022 年末公司纳入合并范围的子公司共 40 家，新增 7 家，其中 2022 年 3 月公司收购完成创佳融资公司 65% 股份并纳入合并范围，同时 2022 年公司新设成立 6 家子公司。

### 资产构成与资产质量

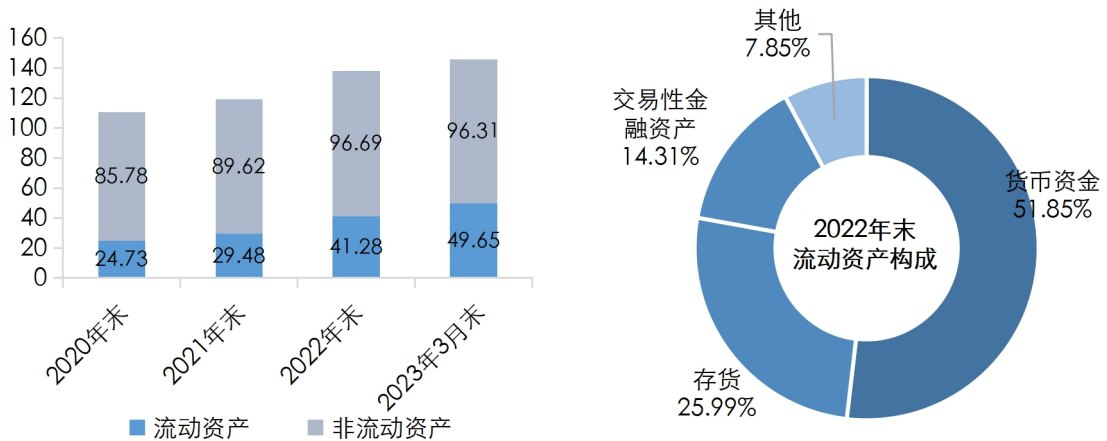
**跟踪期内，公司资产规模保持增长，仍主要由投资性房地产、货币资金及存货等构成，其中投资性房地产采用成本价计量，具有一定升值空间，但整体资产的流动性一般**

跟踪期内，公司资产总额保持增长，资产结构仍以非流动资产为主，2022 年末资产总额为 137.97 亿元，主要由货币资金、存货、投资性房地产等构成，其中非流动资产占比为 70.08%。2023 年 3 月末，公司资产总额进一步增长至 145.96 亿元，其中非流动资产占比为 65.98%。

公司流动资产保持增长，主要由货币资金和存货等构成。截至 2022 年末，公司流动资产为 41.28 亿元，其中货币资金为 19.10 亿元，包括受限货币资金 9.74 亿元；存货账面价值 9.57 亿元，增幅较大，其中开发成本 5.99 亿元，开发产品 3.56 亿元，未计提减值准备；交易性金融资产 5.27 亿元，为公司购买的银行理财产品；一年内到期的非流动资产 4.45 亿元，为公司一年内到期的融资租赁款；其他非流动资产 4.62 亿元，主要系公司支付的嘉兴银行股份有限公司（以下简称“嘉兴银行”）增资款 4.61 亿元<sup>4</sup>。截至 2023 年 3 月末，公司流动资产为 49.65 亿元，较年初增长 20.27%，主要因货币资金由于发行债券、银行借款增加和物业租赁及管理收取增加所致。

<sup>4</sup>根据公司与嘉兴银行股份有限公司（以下简称嘉兴银行）签订的增资协议，本公司以 46116.20 万元价格认购嘉兴银行 5% 股权（对应注册资本 9627.60 万股）。截至 2022 年 12 月 31 日，本公司已按协议约定支付上述认缴款，嘉兴银行尚未办妥相关变更登记手续。

图表 8：公司资产构成及质量情况（亿元）



项目	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
货币资金	11.78	18.23	19.10	24.97
存货	7.57	7.00	9.57	9.87
交易性金融资产	-	0.21	5.27	5.39
一年内到期的非流动资产	-	-	4.45	4.56
<b>流动资产合计</b>	<b>24.73</b>	<b>29.48</b>	<b>41.28</b>	<b>49.65</b>
投资性房地产	76.09	76.85	75.41	74.63
长期应收款	2.41	1.64	5.71	6.12
其他非流动资产	-	0.01	4.62	0.01
长期股权投资	1.70	1.72	1.16	5.99
<b>非流动资产合计</b>	<b>85.78</b>	<b>89.62</b>	<b>96.69</b>	<b>96.31</b>
<b>资产总额</b>	<b>110.52</b>	<b>119.10</b>	<b>137.97</b>	<b>145.96</b>

数据来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2022 年末，公司非流动资产为 96.69 亿元，同比增长 7.89%，主要由投资性房地产和长期应收款等构成。其中，公司投资性房地产账面价值为 75.41 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 20.73 亿元，公司投资性房地产详见附件三；长期应收款 5.71 亿元，同比显著增长，主要因当期收购创佳融资租赁（浙江）有限公司<sup>5</sup>并表应收融资租赁款增加所致。2023 年 3 月末，公司非流动资产 96.31 亿元，较年初变化不大。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 2022 年末，公司受限资产为 12.56 亿元，为受限的货币资金和长期应收款，受限资产占总资产的比例为 9.10%，占净资产的比例为 14.82%。

<sup>5</sup>公司于 2022 年 3 月 11 日以现金 1.93 亿元取得创佳融资 63% 的股份并纳入合并范围。

图表 9：截至 2022 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	8.63	开具银行承兑汇票、借款和信用证质押的存款本金及利息
货币资金	1.06	担保业务保证金
货币资金	0.04	贷款及按揭业务保证金等
长期应收款	2.82	用于银行贷款的应收融资租赁款质押
合计	12.56	-

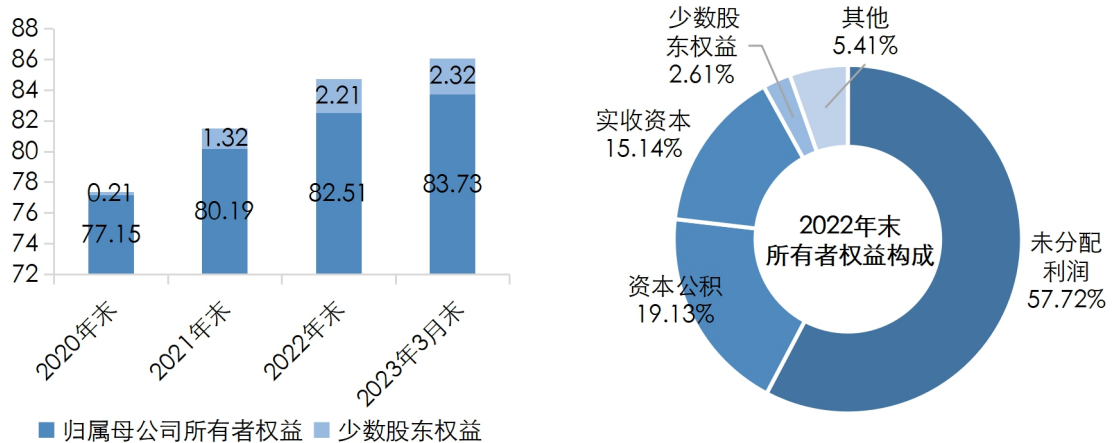
资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 资本结构

受益于经营利润累积，跟踪期内公司所有者权益保持增长，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小幅增长。2022 年末，公司所有者权益为 84.71 亿元，其中少数股东权益 2.21 亿元，实收资本为 12.83 亿元，资本公积为 16.20 亿元，未分配利润为 48.90 亿元，未分配利润占比较高。2023 年 3 月末，公司所有者权益为 86.06 亿元，较年初小幅增长，主要由于未分配利润增加至 50.12 亿元，其它较年初变化不大。

图表 10：公司所有者权益构成情况（亿元）



数据来源：公司提供，东方金诚整理

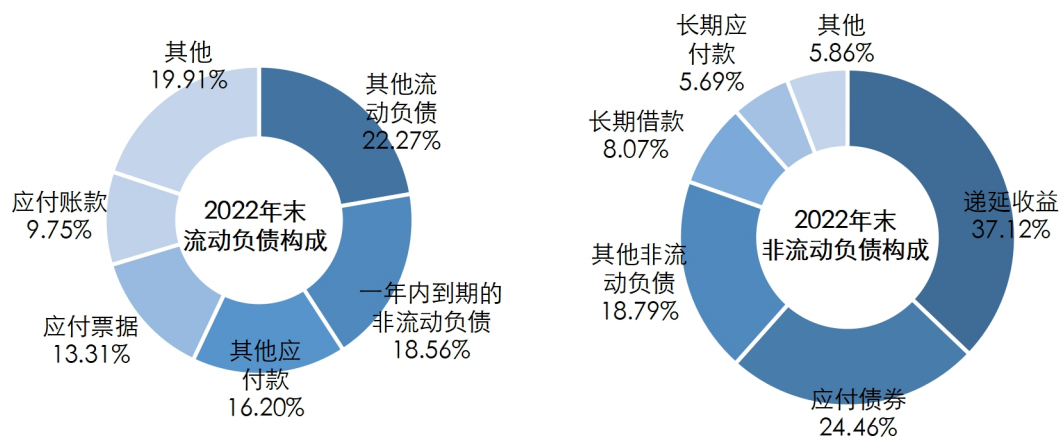
跟踪期内，公司资产负债率仍较低，有息债务规模增长较快，其中短期有息债务占比较大。跟踪期内，公司负债总额保持较快增长，流动负债占比仍较高。截至 2023 年 3 月末，公司负债总额为 59.91 亿元，其中流动负债占比 72.66%。

公司流动负债主要由其他流动负债、一年内到期的非流动负债、其他应付款、应付票据、应付账款等构成，2022 年来公司流动负债规模增加较快。截至 2022 年末，公司流动负债为 36.83 亿元，其中短期借款 2.25 亿元，包括信用借款 1.90 亿元；其他流动负债 8.20 亿元，大幅增加主要因新增发行未到期的 3.00 亿元短期融资债券；一年内到期的非流动负债大幅增加至 6.84 亿元，主要由于一年内到期长期借款和中期票据增加；其他应付款 5.97 亿元，主要为公司收到的客户经营保证金和融资租赁保证金；应付票据 4.90 亿元，包括应付银行承兑汇票 3.50 亿元

和银行信用证 1.40 亿元；应付账款 3.59 亿元，增幅较快，主要因应付工程款增加。2023 年 3 月末，公司流动负债 43.53 亿元，较年初增长 18.17%，主要由于 2023 年 3 月公司新发行规模为 3 亿元的“23 海宁皮革 SCP001”并计入其他流动负债。

截至 2022 年末，公司非流动负债为 16.43 亿元，同比小幅增加，主要由递延收益、应付债券及其他非流动负债等构成。其中，递延收益为 6.10 亿元，主要为公司待结转的政府补助；长期借款 1.33 亿元，大幅减少主要由于计入一年内到期的长期借款增加；应付债券 4.02 亿元，为公司发行的“22 皮城 01”，本金 4 亿元且按面值计提利息 0.02 亿元；其他非流动负债 3.09 亿元，主要为公司发行的中期票据“22 海宁皮革 MTN001”，本金 3 亿元且按面值计提利息 0.04 亿元；长期应付款 0.94 亿元，其中公司借入的扶贫项目专项借款 0.93 亿元。2023 年 3 月末，公司非流动负债规模 16.38 亿元，较年初减少 0.30%，变化不大。

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	2020 年末	2021 年末	2022 年末	2023 年 3 月末
其他流动负债	7.63	5.19	8.20	11.25
一年内到期的非流动负债	-	0.06	6.84	6.78
其他应付款	4.49	5.71	5.97	5.82
应付票据	0.25	1.05	4.90	5.75
应付账款	2.83	1.85	3.59	3.17
<b>流动负债合计</b>	<b>22.51</b>	<b>22.90</b>	<b>36.83</b>	<b>43.53</b>
递延收益	5.72	6.42	6.10	5.94
应付债券	-	-	4.02	4.04
其他非流动负债	-	3.06	3.09	3.11
长期借款	3.00	3.00	1.33	1.42
长期应付款	1.28	1.19	0.94	0.90
<b>非流动负债合计</b>	<b>10.64</b>	<b>14.70</b>	<b>16.43</b>	<b>16.38</b>
<b>负债合计</b>	<b>33.15</b>	<b>37.59</b>	<b>53.26</b>	<b>59.91</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务规模增幅较快。截至 2023 年 3 月末，公司全部债务规模<sup>6</sup>为 32.18 亿元，其中短期有息债务为 22.83 亿元，长期有息债务为 9.36 亿元，短期

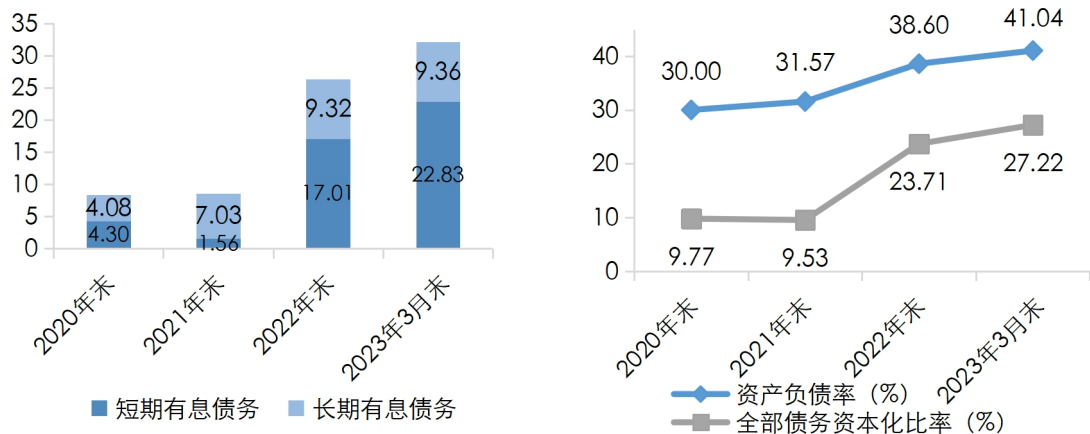
<sup>6</sup> 公司全部有息债务中包括了应付票据、借款计提的应付利息，同时一年内到期的非流动负债中包括一年内到期的租赁负债，下同。

有息债务增幅较大，主要因公司应付票据、短期借款、一年内到期中期票据增加以及发行超短融所致；2022年来公司以现金方式投资购买了嘉兴银行5%股份、收购创佳融资63%股份，成都皮革城二期健身中心项目等在建项目投资，同时公司用闲置资金购买银行理财产品。同期末，公司长期债务资本化比率为9.81%，全部债务资本化比率27.22%，资产负债率为41.04%。

未来债务压力方面，从2023年3月末存续债务结构来看，公司有息债务中短期债务占比较大，其中发行规模为3亿元的“22海宁皮革SCP003”已于2023年4月18日到期兑付；规模3亿元的“21海宁皮革MTN001”将于2023年6月30日到期兑付，公司目前货币资金较充裕，预计到期兑付压力不大；其余到期的短期有息债务主要为短期银行借款、一年内到期的长期银行借款、应付票据及3亿元的“23海宁皮革SCP001”，公司再融资能力较强，整体偿付压力可控。

对外担保方面，截至2022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2022年12月31日，公司及子公司提供保证担保的余额为1.00亿元；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2022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

跟踪期内，因落实政府租金减免政策等因素影响，公司收入及利润规模有所下滑，随着实体市场景气度及皮革行业的恢复，预计未来公司收入及利润将保持稳定

2022年，公司营业总收入小幅下降，主要因公司落实政府相关政策对客户减免租金所致；毛利率有所下降，主要系商铺及配套物业销售结转销售成本增加所致；期间费用以管理费用和销售费用为主，2022年期间费用率为14.56%，占营业收入的比重有所提升。同期，公司利润总额和净利润分别为4.10亿元和3.06亿元，同比均小幅减少。

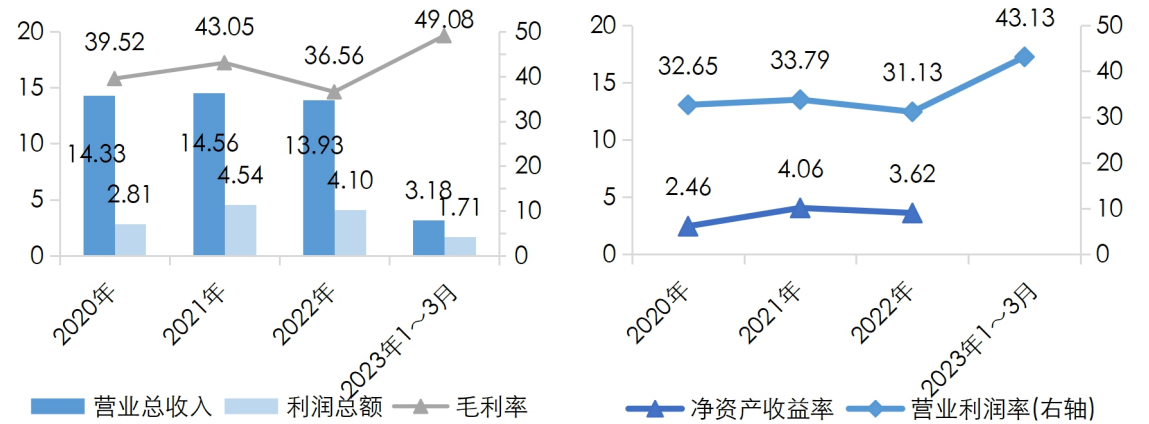
2023年1~3月，公司实现营业总收入3.17亿元，毛利率为49.08%，利润总额和净利润分别为1.71亿元和1.34亿元，同比均小幅下滑。

整体来看，公司运营的海宁中国皮革城是中国最具影响力的皮革专业市场之一，近年来公



司不断推进市场转型升级、优化市场业态，随着实体市场景气度及皮革行业的恢复，预计未来公司收入及利润将保持稳定。

图表 13：公司盈利能力情况（单位：亿元、%）



项目	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月
期间费用率 (%)	15.67	12.98	14.56	15.53
投资收益	0.21	1.07	0.24	0.36
利润总额(亿元)	2.81	4.54	4.10	1.71
净利润(亿元)	1.90	3.31	3.06	1.34
总资本收益率 (%)	2.48	4.02	3.25	-
净资产收益率 (%)	2.46	4.06	3.62	-

数据来源：公司提供，东方金诚整理

### 现金流

因租金减免及支付的税费增加，2022 年公司经营性现金流净额大幅下降，同时投资性现金流净流出规模显著增加，随着在建项目的投入，预计未来仍存在外部融资需求

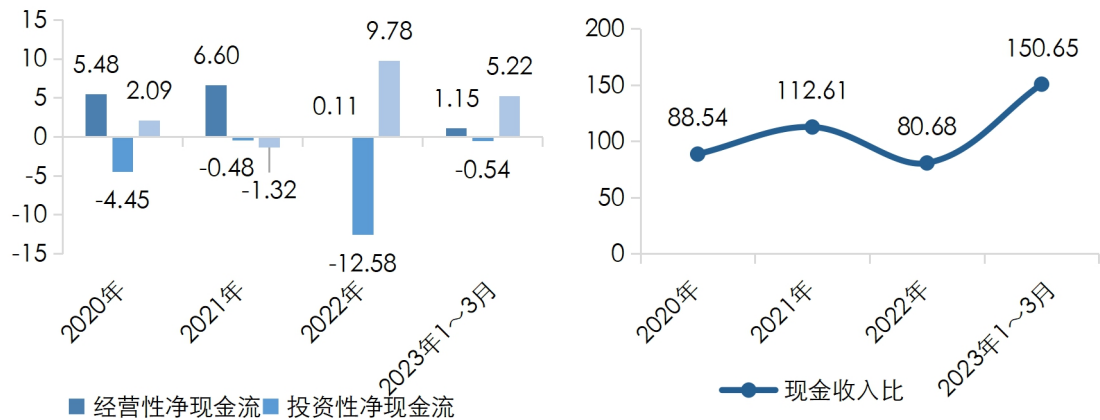
2022 年公司经营活动产生的净现金流为 0.11 亿元，同比大幅下降，主要因公司落实政府租金减免政策使得商铺及配套物业租赁及销售收到的现金减少，同时支付的各项税费（含以前年度延期）增加所致。同期，公司现金收入比为 80.68%，收入获现能力有所下降。

2022 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-12.58 亿元，净流出规模显著增加，主要因公司当期购买理财产品及收购嘉兴银行创佳融资股权投资支出规模大幅增加所致。2022 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 9.78 亿元，同比增幅较大，主要因公司发行债券、银行借款较上年同期增加所致。

2023 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 1.15 亿元、-0.54 亿元和 5.22 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。



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

### 偿债能力

跟踪期内, 公司流动资产和速动资产对流动负债的覆盖程度有所下降, 2022 年经营活动产生的净现金流规模大幅下滑使得经营性净现金流对流动负债的保障程度下降。2022 年公司 EBITDA 为 8.20 元, 全部债务/EBITDA 为 3.21 倍, EBITDA 利息倍数为 15.02 倍, EBITDA 对利息的保障程度有所下滑但整体仍较好。

图表 15: 公司偿债能力指标情况

指标	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
流动比率 (%)	109.85	128.74	112.07	114.06
速动比率 (%)	76.23	98.18	86.08	91.39
经营现金流流动负债比 (%)	24.32	28.83	0.30	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	27.57	26.37	15.02	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.29	1.03	3.21	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

截至 2023 年 3 月末, 公司短期有息债务为 22.83 亿元; 2022 年公司分配股利、利润和偿付利息支付的现金为 1.13 亿元。2022 年公司经营性净现金流为 0.11 亿元, 投资性净现金流为 -12.58 亿元, 筹资活动前净现金流为 -12.47 亿元, 筹资前净现金流对短期债务的保障能力较弱。随着 2023 年宏观经济的恢复, 预计公司经营性净现金流规模将有所改善, 在建项目仍存在资金需求, 预计 2023 年公司筹资活动前净现金流对短期有息债务保障能力有所增强。

作为上市公司, 公司融资渠道畅通, 银行授信额度较充足, 截至 2023 年 3 月末, 公司共获得金融机构授信额度 44.80 亿元, 未使用额度为 40.65 亿元。

### 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 2023 年 5 月 18 日, 公司本部在银行贷款履约方面不存在不良信用记录。

截至报告出具日, 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，跟踪期内，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2022年末，海宁资产资产总额为1328.48亿元，所有者权益为606.37亿元，资产负债率为54.36%。2022年海宁资产实现营业总收入127.37亿元，净利润10.45亿元。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，2022年海宁皮城净利润占海宁资产净利润规模的比例为29.28%，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，2022年末及2023年3月末，公司递延收益余额分别为6.09亿元和5.94亿元，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，2022年公司计入当期损益的政府补助金额为0.84亿元。

## 抗风险能力及结论

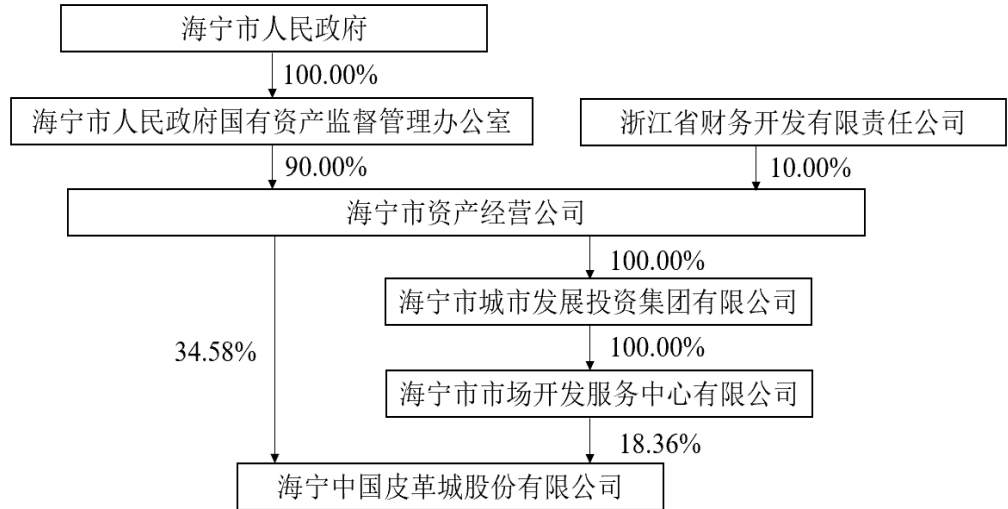
公司运营的海宁中国皮革城位于中国皮都海宁市，是中国最具影响力的皮革专业市场之一，同时公司凭借丰富的客户资源等优势进行异地扩张，产业集聚优势明显，跟踪期内，综合实力仍很强；截至2023年3月末，公司运营皮革专业市场共8个，可出租面积合计228.37万平方米，跟踪期内，公司海宁本部、佟二堡皮革城、成都皮革城和沭阳皮革城等市场出租率均超过90%；公司皮革市场物业均为自持，且开业时间较早，2022年末以成本计量的投资性房地产账面价值为75.41亿元，投资性房地产规模较大且具有一定的增值空间。

同时，东方金诚也关注到，根据国家政策，2022年公司给予商户3~5个月的租金减免，跟踪期内物业租赁及管理业务收入及毛利率下降较多；公司部分异地连锁专业市场出租率及收入规模仍较低，未来仍将面临较大的经营压力；公司有息债务规模增加较快，未来在建及拟建项目投资规模较大，预计公司仍存在一定的资金支付需求。

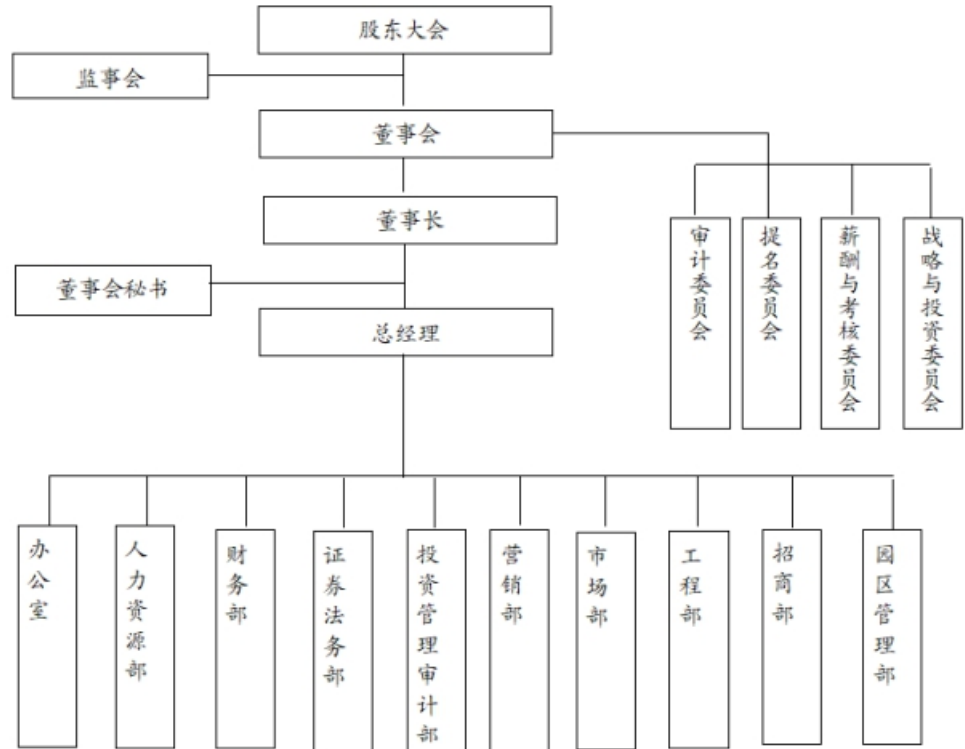
外部支持方面，公司控股股东海宁资产是海宁市重要的国有资产投资经营主体，作为运营其优质经营性资产的上市子公司，跟踪期内，公司获得股东及相关各方在政策、资金等方面的支持力度仍较强。

综上所述，东方金诚维持公司主体信用等级为 AA+，评级展望为稳定，同时维持“22 皮城 01”信用等级为 AA+。

附件一：截至 2023 年 3 月末公司股权结构



附件二：截至 2023 年 3 月末公司组织机构图



附件三：截至 2022 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	133,406.11	30,371.86	-	103,034.25
成都皮革城	均已办理	68,245.97	22,155.63	-	46,090.34
本部市场	均已办理	295,400.71	100,950.87	-	194,449.84
时尚小镇项目	部分未办妥权证	139,624.59	11,766.46		127,858.13
沭阳皮革城	均已办理	8,080.91	3,552.31	-	4,528.60
佟二堡皮革城	部分未办妥权证	172,655.78	46,733.04	338.81	125,583.93
武汉皮革城	均已办理	64,917.01	-	-	64,917.01
郑州皮革城	未办妥权证	66,744.04	12,694.08	-	54,049.96
济南皮革城	均已办理	43,750.81	10,139.63	-	33,611.18
<b>合计</b>		<b>992,825.93</b>	<b>238,363.88</b>	<b>338.81</b>	<b>754,123.24</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	2020年	2021年	2022年	2023年1~3月 (未经审计)
<b>主要财务数据及指标</b>				
资产总额 (亿元)	110.52	119.10	137.97	145.96
所有者权益 (亿元)	77.36	81.51	84.71	86.06
负债总额 (亿元)	33.15	37.59	53.26	59.91
短期债务 (亿元)	4.30	1.56	17.01	22.83
长期债务 (亿元)	4.08	7.03	9.32	9.36
全部债务 (亿元)	8.38	8.58	26.32	32.18
营业收入 (亿元)	14.25	14.35	13.11	2.99
利润总额 (亿元)	2.81	4.54	4.10	1.71
净利润 (亿元)	1.90	3.31	3.06	1.34
EBITDA (亿元)	6.47	8.36	8.20	-
经营活动产生的现金流量净额 (亿元)	5.48	6.60	0.11	1.15
投资活动产生的现金流量净额 (亿元)	-4.45	-0.48	-12.58	-0.54
筹资活动产生的现金流量净额 (亿元)	2.09	-1.32	9.78	5.22
毛利率 (%)	39.52	43.05	36.56	49.08
营业利润率 (%)	32.65	33.79	31.13	43.13
销售净利率 (%)	13.36	23.07	23.38	44.96
总资本收益率 (%)	2.48	4.02	3.25	-
净资产收益率 (%)	2.46	4.06	3.62	-
总资产收益率 (%)	1.72	2.78	2.22	-
资产负债率 (%)	30.00	31.57	38.60	41.04
长期债务资本化比率 (%)	5.01	7.94	9.91	9.81
全部债务资本化比率 (%)	9.77	9.53	23.71	27.22
货币资金/短期债务 (%)	273.96	1171.01	112.28	109.38
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	12.26	71.29	-47.39	-
流动比率 (%)	109.85	128.74	112.07	114.06
速动比率 (%)	76.23	98.18	86.08	91.39
经营现金流动负债比 (%)	24.32	28.83	0.30	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	27.57	26.37	15.02	-
全部债务/EBITDA (倍)	1.29	1.03	3.21	-
应收账款周转率 (次)	-	23.44	17.68	-
销售债权周转率 (次)	-	23.44	17.68	-
存货周转率 (次)	-	1.12	1.00	-
总资产周转率 (次)	-	0.12	0.10	-
现金收入比 (%)	88.54	112.61	80.68	150.65

## 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 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
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 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

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

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。