



内部编号: 2024030026

海宁中国皮革城股份有限公司

信用评级报告

分析师: 周文哲 周文哲 zww@shxsj.com
覃斌 覃斌 qb@shxsj.com

评级总监: 张明海 张明海

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或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。

本次评级的信用等级有效期至 2025 年 3 月 10 日止。本评级机构将根据《跟踪评级安排》，不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象信用等级。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

未经本评级机构书面同意，本评级报告、评级观点和评级结论不得用于授权范围以外的债券发行等证券业务活动。本评级机构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。

评级概要

编号:【新世纪企评(2024)020100】

评级对象: 海宁中国皮革城股份有限公司

主体信用等级/评级展望: AA+/稳定

评级时间: 2024年3月11日

评级观点

主要优势:

- 产业集群优势。海宁是中国皮革之都,海宁及周边地区集聚了 3,000 多家皮革生产企业,是全球最大的皮革生产基地之一,为海宁中国皮革城的发展提供了良好的产业基础。近年来海宁皮城市场功能逐渐从单一的皮衣批零交易延伸至面辅料供应、时尚发布、时装批发、厂房租赁、设计研发等皮革全产业链领域,海宁皮城产业集群优势较为突出。
- 市场规模较突出。海宁皮城依托品牌优势及丰富的厂商资源完成多地布局;截至 2023 年 9 月末主要在营市场共 8 个,可出租面积合计约 226 万平方米,其中海宁本部市场占比约半。作为海宁中国皮革城的运营主体,公司在海宁市国资系统内占据重要地位。
- 财务结构较稳健。目前海宁皮城资产负债率处于较低水平,公司主业收现能力较强,可动用货币资金较充裕,同时可通过调整商铺资产租售比例加速资金回笼,总体上偿债压力不大。

主要风险:

- 皮革行业景气度震荡下行。近年来皮革行业景气度震荡下行,皮革服装生产企业经营承压,给海宁皮城的招商及维持租金收益带来较大压力,同时也给商铺资产变现带来不利影响。
- 异地连锁市场运营与管理承压。海宁皮城在全国建立了多个连锁市场,部分外地市场经营表现不佳。近年公司通过引入合作方、调整业态、整租等多种方式进行经营调整,目前对其业绩的提振效果尚未显现。
- 类金融业务风险。海宁皮城向皮革城市场经营户提供担保、借款、融资租赁等类金融服务,存在一定担保代偿及款项回收风险。
- 跨业经营风险。海宁皮城布局健康产业,2022 年通过收购方式新增融资租赁业务,同时通过参与合伙企业的形式进行对外投资,存在一定的跨业投资经营风险。
- 投融资压力。海宁皮城潮品荟、皮都伊尚、郑州皮革城二期等在建项目待投入金额较大,同时公司还有对本部市场周边环境的升级改造计划,后续存在一定投融资压力。与此同时,公司在建项目后续主要以出售或租售并举方式回笼资金,在房地产行业下行背景下销售去化或承压。

评级结论

通过对海宁皮城主要信用风险要素的分析,本评级机构认为其自身信用质量很强,实际债务偿付能力很强,并给予公司 AA+主体信用等级。

未来展望

本评级机构预计海宁皮城信用质量在未来 12 个月持稳,给予其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 前三季度 |
|-----------------|--------|--------|--------|----------------|
| 母公司口径数据: | | | | |
| 货币资金[亿元] | 5.17 | 9.73 | 7.04 | 6.60 |
| 刚性债务[亿元] | 4.01 | 3.46 | 15.03 | 14.47 |
| 所有者权益[亿元] | 62.98 | 64.43 | 66.83 | 66.89 |

主要财务数据及指标

| 项 目 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年 | 2023 年 前三季度 |
|----------------------|--------|--------|--------|----------------|
| 经营性现金净流入量[亿元] | -1.89 | 5.47 | -8.85 | -2.17 |
| 合并口径数据及指标: | | | | |
| 总资产[亿元] | 110.52 | 119.10 | 137.97 | 131.84 |
| 总负债[亿元] | 33.15 | 37.59 | 53.26 | 46.29 |
| 刚性债务[亿元] | 8.38 | 8.71 | 26.42 | 20.40 |
| 所有者权益[亿元] | 77.36 | 81.51 | 84.71 | 85.55 |
| 营业收入[亿元] | 14.25 | 14.35 | 13.11 | 7.77 |
| 净利润[亿元] | 1.90 | 3.31 | 3.06 | 1.69 |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 5.48 | 6.60 | 0.11 | 0.49 |
| EBITDA[亿元] | 6.47 | 8.36 | 8.20 | - |
| 资产负债率[%] | 30.00 | 31.57 | 38.60 | 35.11 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 923.10 | 935.50 | 320.67 | 421.82 |
| 流动比率[%] | 109.85 | 128.74 | 112.07 | 101.83 |
| 现金比率[%] | 52.33 | 80.53 | 66.15 | 49.72 |
| 利息保障倍数[倍] | 12.91 | 15.32 | 8.52 | - |
| 净资产收益率[%] | 2.49 | 4.17 | 3.69 | - |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 24.03 | 29.08 | 0.37 | - |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 3.23 | 17.30 | -27.46 | - |
| 经调整的 EBITDA/利息支出[倍] | 27.54 | 26.33 | 14.84 | - |
| 经调整的 EBITDA/刚性债务[倍] | 1.21 | 0.98 | 0.46 | - |

注：根据海宁皮城经审计的 2020-2022 年及未经审计的 2023 年前三季度财务数据整理、计算。

发行人本次评级模型分析表

适用评级方法与模型：工商企业评级方法与模型（房地产租赁行业）FM-GS026（2022.12）

| 评级要素 | | 风险程度 | |
|--------|--------|-----------------|-----------------|
| 个体信用 | 业务风险 | 2 | |
| | 财务风险 | 1 | |
| | 初始信用级别 | | aa ⁺ |
| | 调整因素 | 合计调整 | 0 |
| | | 其中：①流动性因素 | 0 |
| | | ②ESG 因素 | 0 |
| | | ③表外因素 | 0 |
| ④其他因素 | 0 | | |
| 个体信用级别 | | aa ⁺ | |
| 外部支持 | 支持因素 | 0 | |
| 主体信用级别 | | AA ⁺ | |

调整因素：-

支持因素：-

相关评级技术文件及研究资料

| 相关技术文件与研究资料名称 | 链接 |
|--|---|
| 《新世纪评级方法总论（2022 版）》 | http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26739&mid=4&listype=1 |
| 《工商企业评级方法与模型（房地产租赁行业）FM-GS026（2022.12）》 | http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=26741&mid=4&listype=1 |
| 《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》（2024 年 1 月） | http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29960&mid=5&listype=1 |
| 《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》（2024 年 1 月） | http://www.shxsj.com/page?template=8&pageid=29959&mid=5&listype=1 |

评级报告

概况

海宁中国皮革城股份有限公司（简称“海宁皮城”、“该公司”或“公司”）前身为创立于 1999 年 2 月的海宁浙江皮革服装城投资开发有限公司，初始注册资本为 4,244.20 万元。2007 年经海宁市人民政府批准，该公司通过引进战略投资者和公司管理层入股方式实现增资扩股，并整体改制为由海宁市资产经营公司（简称“资产经营公司”）、海宁市市场开发服务中心有限公司（简称“市场服务中心”）、宏达高科控股股份有限公司、浙江卡森实业有限公司以及任有法等 27 名自然人共同发起设立的股份有限公司，同年更名为现名。2010 年 1 月公司在深圳证券交易所首次公开发行股票 7,000 万股（证券代码：002344.SZ），公司股本增至 2.80 亿股。上市后公司历经两次资本公积转增股本和一次非公开发行股票，至 2016 年末总股本增至 12.83 亿股。截至 2023 年 9 月末，公司股本仍为 12.83 亿股，其中资产经营公司直接持有公司 34.65% 股权，并通过全资孙公司市场服务中心间接持有公司 18.36% 股权，为公司控股股东。资产经营公司系海宁市人民政府国有资产监督管理办公室（简称“海宁市国资办”）的全资子公司，故公司实际控制人为海宁市国资办。

该公司是国内最大的皮革专业市场开发与运营商。目前公司在建及运营的市场区域包括浙江海宁、江苏沭阳、辽宁佟二堡、四川成都、黑龙江哈尔滨、山东济南、湖北武汉、河南郑州等地。近年通过不断整合皮革产业价值链的上下游，公司的市场功能逐渐从单一的皮衣批零交易延伸至面辅料供应、厂房租赁、设计研发、时尚发布、总部商务、会展、融资担保等，在皮革制品生产、营销和交易等环节为商户提供一站式的全产业链服务，打造全品类服装供应链基地。此外，近年来公司还通过受让、托管、合作等方式布局健康医疗产业。

数据基础

本评级报告的数据来自于该公司提供的 2020-2022 年财务报表及 2023 年第三季度财务报表，以及相关经营数据。天健会计师事务所（特殊普通合伙）对公司的 2020-2022 年财务报表进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。

2020 年该公司新设 2 家全资子公司，当年末合并范围内子公司合计 29 家。2021 年公司以 346 万元增持海宁民间融资服务中心有限公司（简称“民间融资公司”）1% 股权并将其纳入合并范围，通过新设方式新增子公司 4 家，注销子公司 1 家，当年末公司合并范围内子公司合计 33 家。2022 年子公司海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司（简称“时尚小镇公司”）出资 1.93 亿元收购第三方持有的创佳融资租赁（浙江）有限公司（简称“创佳融资”）63% 股权，创佳融资于当年 3 月起纳入公司合并范围，此外公司还通过新设方式新增子公司 6 家，至当年末公司合并范围内子公司合计 40 家。2023 年前三季度公司新设 1 家子公司，注销 1 家子公司。公司合并范围虽逐年扩大，但最近三年一期财务数据仍具有一定可比性。

业务

近年皮革行业景气度呈现震荡下行趋势，生产企业效益整体有所下滑，对租赁市场平稳运营形成一定压力。公司所经营的皮革城市场规模优势及市场地位较为稳固，但各市场之间经营表现持续分化，海宁本部、佟二堡、成都、沭阳等市场出租率保持较高水平，其余市场经营表现则欠佳，对收入及利润贡献有限。2022 年以来主要因租金减免政策的执行以及部分商户经营承压等，公司市场开发与经营收入同比持续下滑，但金融服务业务发展良好。公司利润主要来自经营收益，政府补助及投资收益亦对盈利形成一定补充。

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2023 年，高利率对经济增长的抑制逐渐明显，全球经济景气度偏弱，投资与贸易增长乏力。美欧通胀水平的回落，以及经济增长放缓预期正逐步累积降息动能；持续攀升的债务规模推升风险，特别是发展中国家的债务脆弱性加剧；人工智能等新技术对全球生产率的提升值得期待，而供应链体系的区域化转变及保护主义盛行将带来负面影响。

2023 年我国消费在三大需求中表现相对较好，基数效应的褪去及居民偏向于多存少贷将会导致消费增速回落。数字消费、绿色消费、健康消费，智能家居等新的消费增长点保持较快增长，传统消费保持稳定或小幅扩大是未来消费增长表现的基本格局。

2023 年受全球经济景气度疲弱、贸易保护主义、价格下降等多方面影响，我国按人民币计价的出口增长乏力，按美元计价出口负增长，对美欧日出口大幅下降，“一带一路”沿线国家和地区成为我国最大的出口去向区域。在全球经济增长放缓、国际关系复杂的背景下，我国出口表现的不确定性大，但在价格因素和海外制造业补库带动下，出口增速或有所回升。

2023 年我国经济实现预定增长目标，但面临有效需求不足、市场主体预期偏弱、重点领域风险突出等问题。宏观政策将维持积极，风险统筹化解能够确保不发生系统性风险。经济增速下降是转向高质量发展过程中的客观规律，预计 2024 年我国经济增速有所放缓；在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

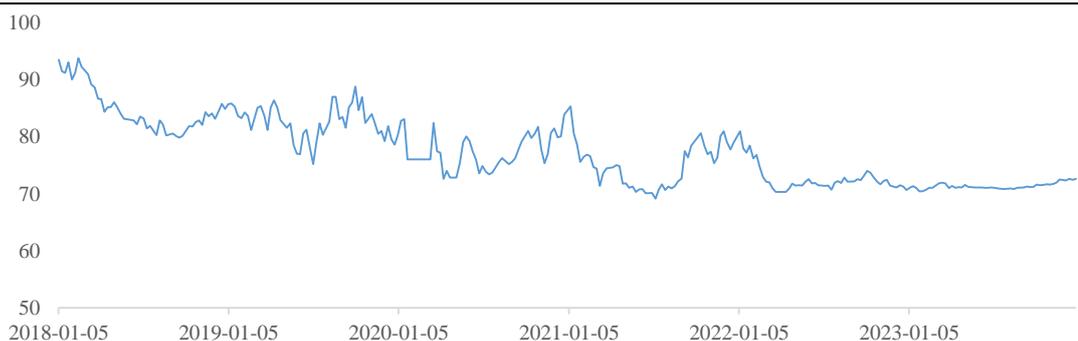
详见：《经济以进促稳 风险统筹化解——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国内篇）》及《全球经济增长动能减弱 美欧降息周期即将开启——2023 年宏观经济分析与 2024 年展望（国际环境篇）》。

(2) 行业因素

经多年发展，我国商品交易市场已进入相对成熟的发展阶段。根据国家统计局统计，2012 年我国交易额在亿元以上的商品交易市场数量达到 5,194 家的高点，之后逐年下滑，至 2022 年末为 3,659 家；亿元以上商品交易市场营业面积自 2015 年起进入相对稳定的阶段，2022 年末为 2.95 亿平方米；亿元以上商品交易市场成交额于 2014 年突破 10 万亿元，之后稳步增长，2021 年达到 11.55 万亿元高点，2022 年回落至 10.63 万亿元。大型商品交易市场中，批发市场占据绝大多数，2022 年我国亿元以上商品交易批发市场成交额为 9.55 万亿元（2020-2021 年分别为 9.39 万亿元和 10.35 万亿元）。

我国是全球最大的皮革制品生产加工国之一，有“世界皮革制品加工中心”的称号。近年来受宏观经济环境变化、贸易争端、下游需求乏力等多重因素影响，我国皮革行业整体景气度呈现震荡下行趋势。根据海宁皮城统计，皮革价格指数由 2018 年初的 93.45 跌至 2022 年末的 70.40，2023 年以来皮革价格指数筑底运行，第四季度有所回升，2023 年末升至 72.62。短期内皮革行业运行仍然面临一定压力。根据国家统计局数据，2021-2023 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分别为 11,057.2 亿元、11,339.9 亿元和 7,986.1 亿元；分别实现利润总额 577.4 亿元、614.4 亿元和 444.1 亿元。

图表 1. 近年来我国皮革价格指数（海宁皮城统计）走势



注：根据 Wind 数据整理、绘制。

政策方面，自“十三五”规划推行以来，政府在排放、治理等多个领域对制革企业提出多项环保标准，加强行业整治力度，并逐步清退落后产能。2021年8月中国皮革协会印发《皮革行业“十四五”高质量发展指导意见》，提出了皮革行业“十四五”要实现的八个重点目标，主要涉及生产效益、科技创新、质量品牌、出口结构、绿色制造、产业集群、数字化运营和人才梯队，为促进皮革行业高质量发展提供科学引导与蓝图规划。

目前我国较为发达的皮革交易市场主要集中在浙江、河北、广东和辽宁四省。该公司所处的海宁是国内皮革之都，已建成以海宁为总部辐射东北、华东、川渝、中南等地的连锁市场网络，其中总部海宁中国皮革城是目前全球唯一提供全产业链服务的皮革专业市场。公司市场经营面积规模较大，同时近年来连续举办海宁皮博会，海内外市场影响力不断上升。但需看到，在经济放缓、人们审美与生活习惯不断变迁的背景下，皮革制品需求回升或存在一定压力，与此同时线上零售的持续渗透亦对线下实体经营产生冲击，商户的经营压力将向市场运营商传导。

2. 业务运营

该公司是“海宁中国皮革城”的创办者和经营者，主要从事多地皮革专业市场的开发、租赁和服务。从业二十多年来，公司利用品牌优势在全国拓展业务，并以向商户提供一站式的全产业链服务为经营理念，将业务拓展至商品流通、融资担保、酒店服务等领域。2018年公司新增健康医疗服务业务，主要包括提供医疗服务和销售药品，以及托管海宁市社会福利中心¹；2022年公司通过收购创佳融资新增融资租赁业务，业务主要集中在装备制造、分布式电站等领域。

图表 2. 公司业务收入构成及变化情况（单位：亿元，%）

| 主要指标 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年 前三季度 | 2022年 前三季度 |
|--------------|--------|-------|-------|---------------|---------------|
| 营业收入合计 | 14.25 | 14.35 | 13.11 | 7.77 | 8.20 |
| 其中：① 市场开发及经营 | 13.01 | 12.51 | 10.97 | 5.95 | 6.35 |
| 其中：物业租赁及管理 | 8.47 | 9.24 | 7.14 | 4.35 | 5.41 |
| 商铺及配套物业销售 | 4.54 | 3.28 | 3.83 | 1.60 | 0.94 |
| 在营业收入中占比 | 91.28 | 87.22 | 83.67 | 76.53 | 77.50 |
| ② 商品流通 | -- | 0.52 | 0.52 | 0.37 | 0.35 |
| 在营业收入中占比 | -- | 3.61 | 3.96 | 4.81 | 4.26 |
| ③ 酒店服务 | 0.15 | 0.19 | 0.22 | 0.12 | 0.18 |
| 在营业收入中占比 | 1.01 | 1.34 | 1.71 | 1.58 | 2.20 |
| ④ 健康医疗服务 | 0.20 | 0.25 | 0.41 | 0.41 | 0.29 |
| 在营业收入中占比 | 1.37 | 1.72 | 3.15 | 5.29 | 3.51 |
| ⑤ 金融服务 | -- | -- | 0.82 | 0.85 | 0.64 |
| 在营业收入中占比 | -- | -- | 6.22 | 10.98 | 7.84 |
| 毛利率 | 39.52 | 43.05 | 36.56 | 36.21 | 38.49 |
| 其中：① 市场开发及经营 | 40.12 | 45.89 | 35.46 | 32.53 | 38.70 |
| 其中：物业租赁及管理 | 43.58 | 45.52 | 30.96 | 22.34 | 38.09 |
| 商铺及配套物业销售 | 33.64 | 46.93 | 43.85 | 60.27 | 42.24 |
| ② 商品流通 | -- | 5.86 | 32.02 | 29.48 | 46.41 |
| ③ 酒店服务 | 4.92 | 13.17 | 27.26 | 0.05 | 32.75 |
| ④ 健康医疗服务 | -32.49 | -9.72 | 12.73 | 20.91 | 7.21 |
| ⑤ 金融服务 | -- | -- | 60.61 | 79.69 | 73.12 |

注：根据海宁皮城提供的数据整理、计算。

¹ 该公司拥有一家专科康复医院，是按照二级专科规模和标准建立的医疗机构，医用建筑面积 1.57 万平方米，病区开设 300 余张床位，目前采用神经康复、骨关节康复、疼痛康复为基础，重症康复为重点，儿童康复为补充，高压氧治疗为特色的综合康复模式。此外，2018 年公司下属子公司与海宁市社会福利中心签订相关协议，后者将其资产委托给子公司运营和管理，合同期间为 2018 年 10 月 25 日至 2028 年 10 月 24 日。

该公司营业总收入包括营业收入和类金融业务收入。2020-2022 年及 2023 年前三季度，公司营业总收入分别为 14.33 亿元、14.56 亿元、13.93 亿元和 8.27 亿元，其中营业收入分别为 14.25 亿元、14.35 亿元、13.11 亿元和 7.77 亿元，由利息收入、已赚担保费、手续费及佣金收入组成的类金融业务收入合计分别为 0.08 亿元、0.21 亿元、0.82 亿元和 0.49 亿元。公司核心业务为市场开发及经营，包括物业租赁及管理、商铺及配套物业销售两个板块。此外，公司还有商品流通、酒店服务、健康医疗服务和金融服务等业务，但除金融服务业务外，业务收入规模较小且毛利率较低，对公司业绩影响有限。

市场开发及经营

该公司早期遵循“内增外扩”的发展战略，在全国多地推进连锁市场建设。2015 年以来因皮革产品需求疲软、皮革行业不景气以及线上线下竞争持续加剧，皮革专业市场经营承压，公司遂提出轻重资产结合战略，异地扩张速度放缓。目前公司运营的皮革市场均为自建，截至 2023 年 9 月末其已开业市场可出租面积约 225.62 万平方米。此外，公司在建项目共 4 个，其中 2 个项目为海宁时尚小镇项目子项目²，1 个项目为现有市场土地储备的盘活，1 个项目为市场配套设施，项目总投资合计 17.88 亿元，至 2023 年 9 月末累计完成投资 5.93 亿元。未来公司还计划对本部市场周边进行升级改造，以吸引人流、提质创收。

图表 3. 截至 2023 年 9 月末公司在建项目情况（单位：亿元，万平方米）

| 项目名称 | 总投资额 | 建筑面积 | 建设周期（年/月） | 累计完成投资额 | 计划投资额 | | |
|--------------------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|----------------|-------------|-------------|
| | | | | | 2023 年 10-12 月 | 2024 年 | 2025 年 |
| 皮都伊尚项目 ³ | 6.50 | 8.60 | 2022.9-2025.1 | 2.96 | 0.77 | 1.77 | 1.00 |
| 潮品荟项目 ⁴ | 6.90 | 12.46 | 2022.10-2024.10 | 2.38 | 1.42 | 2.60 | 0.50 |
| 郑州海宁皮革城二期项目 ⁵ | 4.17 | 9.27 | 2022.4-2025.12 | 0.43 | - | 2.04 | 1.71 |
| 皮革城公交首末站项目 | 0.31 | 0.18 | 2023.1-2023.9 | 0.17 | 0.14 | - | - |
| 合计 | 17.88 | 30.57 | -- | 5.93 | 2.33 | 6.41 | 3.21 |

注：根据海宁皮革城提供的数据整理。

该公司经营的市场采取出租为主，租售结合模式运营。公司采取定价定向或招投标方式确定租售价格；现有商铺租赁期限主要为 1 年，小部分商铺租赁期限为 3-5 年。市场租金为一年一收，对少部分商户采取分批收取租金，公司在每年续租时（较为集中在 3-4 月）进行租金调整。近年海宁本部、佟二堡、成都和沭阳市场出租率维持在相对高位；哈尔滨、济南和郑州市场由于市场周边配套尚不成熟、商业氛围差、合作方经营理念不一致等诸多因素，出租情况不佳；武汉市场在 2022 年因整体转租用于购物中心经营⁶出租率升至 100%，因处于装修阶段，租金收入规模很小。

图表 4. 公司主要租赁物业运营情况（单位：万平方米，%，亿元）

| 市场 | 开业时间 | 2020 年 | | | 2021 年 | | | 2022 年 | | | 2023 年前三季度 | | |
|--------|------|--------|-----|------|--------|-----|------|--------|-----|------|------------|-----|------|
| | | 可出租面积 | 出租率 | 租金收入 | 可出租面积 | 出租率 | 租金收入 | 可出租面积 | 出租率 | 租金收入 | 可出租面积 | 出租率 | 租金收入 |
| 海宁本部市场 | 2005 | 114.38 | 89 | 5.05 | 114.38 | 91 | 5.44 | 114.38 | 91 | 4.86 | 111.63 | 90 | 3.03 |
| 佟二堡皮革城 | 2010 | 36.30 | 90 | 1.45 | 36.30 | 93 | 1.52 | 36.30 | 92 | 0.94 | 36.30 | 92 | 0.53 |
| 成都皮革城 | 2012 | 14.83 | 90 | 0.60 | 14.83 | 90 | 0.66 | 14.83 | 90 | 0.51 | 14.83 | 90 | 0.32 |
| 沭阳皮革城 | 2008 | 2.42 | 100 | 0.12 | 2.42 | 100 | 0.11 | 2.42 | 100 | 0.11 | 2.42 | 100 | 0.08 |
| 哈尔滨皮革城 | 2014 | 25.42 | 58 | 0.64 | 25.42 | 60 | 0.77 | 25.42 | 60 | 0.51 | 25.42 | 60 | 0.29 |

² 时尚小镇项目系该公司于 2018 年 9 月收购而来。根据规划，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。针对时尚小镇各子项目，公司采取以租赁为主、租售结合的经营模式。其中，创意核心区一期于 2017 年 12 月对外出租，可出租面积 5.95 万平方米，均已出租。目前时尚小镇无拟建子项目。

³ 皮都伊尚项目业态包括住宅、商业、办公及生活配套等。

⁴ 潮品荟项目业态包括商业、商住，拟打造集品牌设计、商务、休闲娱乐、餐饮、健康为一体的综合服务项目。

⁵ 郑州万悦商业管理有限公司（简称“万悦公司”）与郑州海宁皮革城有限公司（简称“郑州公司”）共同开发建设郑州海宁皮革城二期项目，因该项目用地事先已由郑州公司取得，故以郑州海宁皮革城名义进行目标项目的开发建设和运营销售。该项目主要建设内容为商业、商务办公、酒店及其他配套用房等。根据相关协议约定，万悦公司应于 2023 年底完成项目竣工验收，于 2026 年 12 月 31 日完成销售，如逾期未能完成部分，该公司有权要求万悦公司购买。项目销售超出预期收益的部分，公司将支付给万悦公司。主要因周边房价下跌，楼市较为低迷，目前该项目处于停工状态。

⁶ 武汉海潮海宁皮革城公司（简称“武汉公司”）与曲水世纪金源方圆荟商业管理有限公司于 2022 年 5 月共同出资设立武汉荟宁商业管理有限公司（简称“荟宁公司”），由荟宁公司承租武汉皮革城整体市场并进行购物中心改造，预计整体改造费用 1.88 亿元（股东双方按股比以借款方式筹措），租赁期为 2024 年 1 月 1 日至 2024 年 4 月 30 日，租赁期三年公司共给予荟宁公司 12 个月免租期，荟宁公司需支付武汉公司代付租金和综合服务费等款项。

| 市场 | 开业时间 | 2020年 | | | 2021年 | | | 2022年 | | | 2023年前三季度 | | |
|------------|------|---------------|-----|-------------|---------------|-----|-------------|---------------|-----|-------------|---------------|-----|-------------|
| | | 可出租面积 | 出租率 | 租金收入 |
| 济南皮革城 | 2015 | 6.89 | 50 | 0.12 | 6.89 | 50 | 0.10 | 6.89 | 50 | 0.09 | 6.89 | 50 | 0.04 |
| 郑州皮革城 | 2016 | 13.45 | 33 | 0.16 | 13.45 | 33 | 0.16 | 13.45 | 33 | 0.08 | 13.45 | 33 | 0.05 |
| 武汉皮革城 | 2015 | 14.47 | 48 | 0.19 | 14.67 | 48 | 0.09 | 14.68 | 100 | 0.04 | 14.68 | 100 | 0.01 |
| 重庆皮革城 | 2016 | 3.61 | 58 | 0.14 | 3.61 | 58 | 0.03 | -- | -- | -- | -- | -- | -- |
| 合计: | -- | 231.77 | -- | 8.47 | 231.97 | -- | 8.90 | 228.36 | -- | 7.14 | 225.62 | -- | 4.35 |

注：①根据海宁皮革城提供的数据整理；②重庆皮革城为公司租赁物业进行经营，协议租赁期限为2016年4月1日至2021年3月31日，租赁到期后公司不再续签；③本部市场包括时尚小镇项目；④2021年公司将在杭海城际铁路皮革城站代建工程收入3,539万元计入物业租赁及管理收入项下，导致当年公司物业租赁及管理收入与上表租金合计数存在差异。

2020-2022年及2023年前三季度，该公司主要市场平均租金约为1.00元/平方米/天、1.51元/平方米/天、1.03元/平方米/天和0.85元/平方米/天。2022年公司给予租户3-5个月租金减免优惠，致当年租金水平下滑；2023年前三季度公司继续给予租户3-5个月租金减免，同时因济南市场部分租户资金未缴纳等原因，公司平均租金水平进一步下滑。

图表5. 公司主要市场的平均租赁单价（单位：元/平方米/月）

| 市场 | 2020年 | 2021年 | 2022年 | 2023年1-9月 |
|------|-------|-------|-------|-----------|
| 本部 | 49.15 | 52.83 | 39.04 | 33.31 |
| 小镇项目 | 21.79 | 15.64 | | |
| 佟二堡 | 36.89 | 37.52 | 23.34 | 17.71 |
| 成都 | 40.60 | 41.20 | 31.56 | 26.55 |
| 沭阳 | 41.68 | 37.80 | 37.17 | 37.15 |
| 哈尔滨 | 32.89 | 42.06 | 28.07 | 21.19 |
| 济南 | 24.40 | 24.21 | 21.70 | 12.78 |
| 郑州 | 29.67 | 30.04 | 15.55 | 12.06 |
| 武汉 | 22.29 | 10.80 | 2.44 | 0.86 |
| 重庆 | 56.87 | 11.93 | -- | -- |

注：根据海宁皮革城提供的数据整理。

商铺及配套物业出售方面，该公司销售规模主要视市场成熟度、市场需求以及公司自身资金情况等因素而定，且不同城市、不同商铺区位的出售均价差异较大，因此商铺及物业销售收入和毛利率年度间存在波动。2020年公司商铺及配套物业销售结转收入主要来自位于海宁的时尚小镇一期核心区及其配套公寓，以及时尚创业园项目；2021年主要来自时尚小镇一期项目与本部皮革城三期项目；2022年及2023年前三季度主要来自成都皮革城二期健身中心项目⁷、时尚小镇一期项目及海宁出口加工区。截至2023年9月末，公司在售项目为时尚小镇一期项目和成都皮革城二期健身中心项目，二者均已完工，累计投资合计17.49亿元，可供出售面积合计25.45万平方米，累计销售面积合计15.66万平方米，累计合同销售金额合计15.21亿元。

类金融业务

该公司开展融资担保、借款、资金撮合等业务，客户主要为皮革城市场的经营户及皮革企业等。融资担保业务由子公司海宁皮革城融资担保有限公司（简称“担保公司”）负责经营，担保期限一般为1-3个月，截至2023年9月末担保公司在保余额为9.04亿元（其中涉及逾期待追偿金额6,315.27万元），已计提损失准备0.11亿元。公司对于担保业务提取相应的风险准备金，同期末未到期责任准备金为265.08万元，担保赔偿准备金3259.24万元。公司子公司海宁民间融资服务中心有限公司（简称“民间融资公司”）主要开展资金撮合业务，负责资金出借方委托出借资金本息的到期回收，截至2022年末公司在杭州银行海宁科技支行提供资金撮合业务的余额为6.84亿元，此外还有少量自有资金借款业务。2022年3月公司通过收购创佳融资新增融资租赁业务，以及少量商业保理业务，2022年前五大承租企业为海宁经开产业园区开发建设有限公司、海宁市合创开发建设有限公司、浙江鸿禧能源股份有限公司、绍兴远阳电力工程有限公司和南京方通科技有限公司。截至2023年9月末创佳融资应收融资租赁款15.34亿元。

⁷ 成都皮革城二期项目（万朵城文旅综合体项目）位于成都新都区北部商城北新干线和新城大道西延线交叉口西北角，总用地面积为42.21亩，规划总建筑面积为13.07万平方米，主要建设内容为全民健身中心（商业）、公寓和室外健身广场，概算总投资额为7.80亿元，2022年完工，将通过公寓销售、商铺出租和自持部分经营等方式实现收益。

对外投资

近年该公司参与多项产业类基金投资，截至 2023 年 9 月末公司对相关基金实缴出资合计 3.07 亿元。此外，为实现自身高质量发展和加强国有资产保值增值，2023 年公司以 1.10 亿元对正泰新能科技有限公司进行投资，后者经营业务为光伏设备及元器件制造、销售等，公司对其持股比例为 0.8462%，该事项已于 2023 年 10 月完成工商变更。

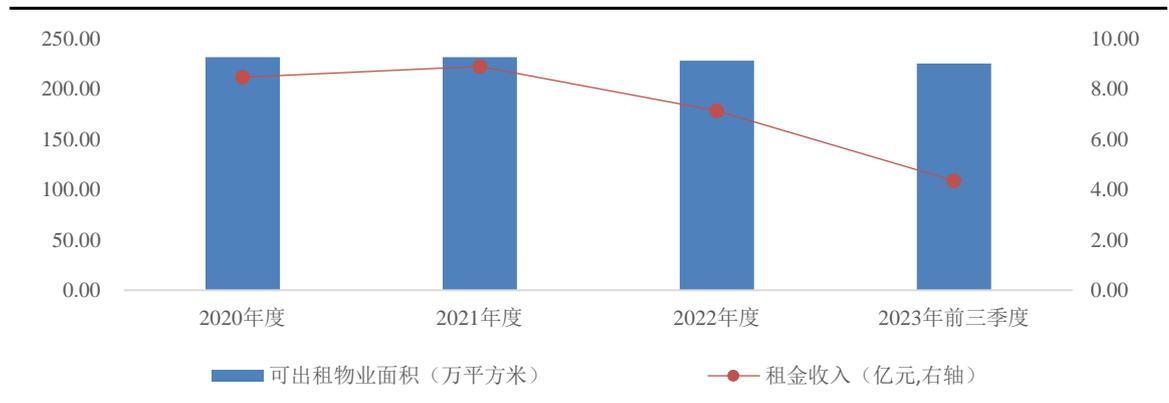
图表 6. 截至 2023 年 9 月末公司产业基金投资情况（单位：亿元，%）

| 合伙企业名称 | 设立时间 | 公司认缴出资 | 公司实缴出资 | 公司持股比例 | 主要投资方向 | 2022 年公司确认投资收益 |
|-------------------------------------|---------|--------|--------|--------|--|----------------|
| 海宁市弄潮儿股权投资合伙企业（有限合伙） （简称“弄潮儿基金”） | 2018.1 | 0.30 | 0.30 | 29.82 | 主要为海宁市行政区域内拟上市优秀后备企业 | -0.09 |
| 海宁高质创拓股权投资合伙企业（有限合伙） （简称“高质创拓”） | 2021.9 | 1.50 | 1.05 | 21.43 | 主要为泛半导体、生命健康、航空航天、人工智能等契合海宁市产业布局且符合国家发展方向的战略新兴产业的相关领域以及海宁上市公司相关的产业 | -0.0002 |
| 海宁芯潮股权投资合伙企业（有限合伙） | 2021.10 | 0.20 | 0.20 | 19.20 | 主要为机器视觉行业 | -- |
| 海宁视联股权投资合伙企业（有限合伙） | 2021.10 | 0.81 | 0.81 | 19.20 | 主要为机器视觉行业 | -- |
| 嘉兴浙港春霖股权投资合伙企业（有限合伙） | 2021.12 | 0.50 | 0.15 | 6.10 | 新一代信息技术、高端装备制造、生物医药 | -- |
| 嘉兴同芯宁骧股权投资合伙企业（有限合伙） | 2022.8 | 0.20 | 0.20 | 99.03 | 半导体元器件制造 | -- |
| 杭州红杉晟恒股权投资合伙企业（有限合伙） | 2022.5 | 2.00 | 0.36 | 39.92 | 科技、医疗健康、消费服务等行业 | -- |

注：①根据海宁皮城提供的数据整理；②2022 年公司对嘉兴同芯宁骧股权投资合伙企业（有限合伙）进行投资，并纳入其合并范围；③2023 年该公司对高质创拓追加投资 0.45 亿元，并新增对嘉兴浙港春霖股权投资合伙企业（有限合伙）和杭州红杉晟恒股权投资合伙企业（有限合伙）的投资。

（1）经营规模

图表 7. 反映公司经营规模要素的主要指标值及变化趋势



注：根据海宁皮城所提供数据整理、绘制。

2020 年以来该公司各经营市场（含时尚小镇）可出租物业面积基本保持稳定，其中海宁本部市场的占比约 50%。一方面，公司在建项目的陆续完工将推升公司租赁物业的总体规模，另一方面，新物业以及现有物业亦不排除对外销售，以实现资产盘活、提升经营质量以及补充现金流。2022 年以来公司租金收入呈现下行趋势，主要系租金减免政策影响所致。租赁物业的规模一定程度上可支撑租金收入的规模，但租户/经营户的经营效益、续租率以及突发性事件也会对公司租金的实现产生影响。

（2）竞争优势

该公司运营的海宁中国皮革城是目前全球最具规模、中国最具影响力的皮革专业市场。公司本部所处的海宁是中国皮革之都，海宁及周边地区集聚了 3,000 多家皮革生产企业，是全球最大的皮革生产基地之一，为海宁中国皮革城的发展提供了良好的产业基础。此外，公司还在全国皮革产业较为聚集或经济较为发达的省会城市布局皮革

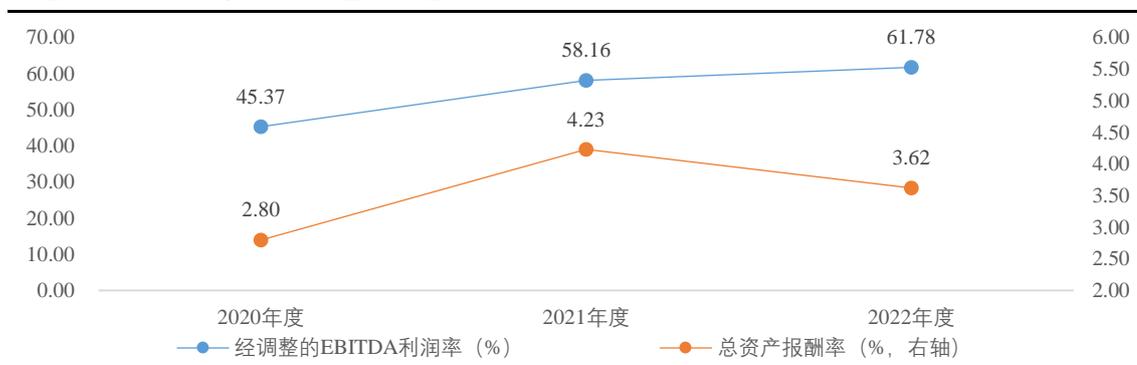
城市场。公司项目区位优势较为明显。公司成立以来，与业内企业建立了稳固的合作共赢关系。皮革行业以中小企业为主，自身实力较为有限，公司通过搭建皮革制品及秋冬服装线下 B2B、B2C 销售网络以及线上线下融合发展的智慧型市场，并打造集电商直播、电商供货、教育培训、智能仓储物流等配套服务于一体的电商产业链基地，通过为上游生产企业提供原材料采购、产品开发设计、低成本融资、担保等配套服务，通过营造良好的购物环境以及有效的营销推广，促进皮革等秋冬产品的消费，为企业的发展壮大提供了平台。在帮助企业盈利的同时，也培养了高忠诚度的商户，为公司开拓发展储备了充足的优质客户资源。在 20 多年的发展过程中，公司与企业商户共同成长，形成了长期信赖的同盟伙伴关系，公司租户稳定性较高。

(3) 营运效率

该公司海宁皮革城市场已运营 20 多年，公司在皮革市场开发和运营方面具备丰富的经验，并享有良好的品牌知名度。公司目前中高层管理人员大都从事市场经营达五年以上，具有丰富的市场管理经验，对皮革产业、服装行业和专业市场有着深刻理解。公司物业运营管理经验丰富，品牌美誉度较高。

(4) 盈利能力

图表 8. 反映公司盈利能力要素的主要指标值



资料来源：根据海宁皮城所提供数据整理、绘制。

2020-2022 年及 2023 年前三季度，该公司营业毛利分别为 5.63 亿元、6.18 亿元、4.79 亿元和 2.82 亿元，2022 年大幅减少主要因公司落实政府相关政策对客户减免租金所致；2022 年公司物业租赁及管理、商铺及配套物业销售业务毛利分别为 2.21 亿元和 1.68 亿元，二者为毛利最主要的贡献来源，合计占营业毛利的比重为 81.14%。

该公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成，前者主要包括总部及分部市场广告宣传等费用，2020-2022 年及 2023 年前三季度分别为 1.25 亿元、0.86 亿元、0.77 亿元和 0.54 亿元；管理费用（含研发费用）主要为人员工资及折旧摊销费用，同期分别为 1.05 亿元、1.18 亿元、1.24 亿元和 0.78 亿元；2020 年以来公司银行借款等产生的利息费用逐年增长，但与闲置资金带来的利息收入相互抵消后整体财务费用为负。2020-2022 年及 2023 年前三季度公司期间费用率分别为 15.67%、12.98%、14.55%和 17.49%，2023 年前三季度大幅提升主要系销售费用同比增加而营业收入同比减少所致。同期，公司资产与信用减值损失合计分别为 0.30 亿元、0.50 亿元、-0.15 亿元和 -0.11 亿元，2021 年主要为公司针对应收海那公司项目合作开发垫付资金而计提的坏账损失。

该公司利润主要来自经营收益，其他经营收益亦能对盈利形成一定助益。2020-2022 年及 2023 年前三季度公司其他收益分别为 0.33 亿元、0.64 亿元、0.88 亿元和 0.36 亿元，主要为政府补助，公司部分皮革城市场可获得当地政府补贴，且具有一定持续性；投资收益分别为 0.21 亿元、1.07 亿元、0.24 亿元和 0.38 亿元，主要系金融理财产品收益以及权益法核算下的长期股权投资收益。

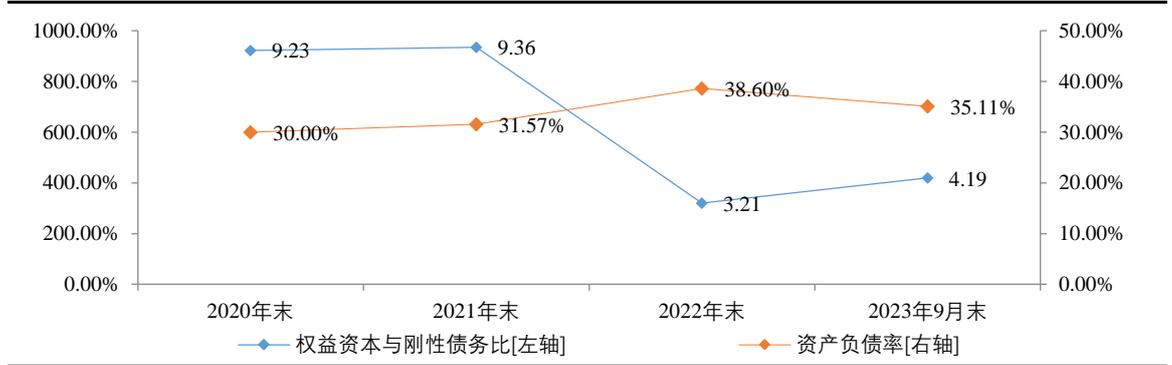
2020-2022 年及 2023 年前三季度，该公司利润总额分别为 2.81 亿元、4.54 亿元、4.10 亿元和 2.38 亿元，净利润分别为 1.90 亿元、3.31 亿元、3.06 亿元和 1.69 亿元。2020-2022 年公司经调整的 EBITDA 利润率及总资产报酬率呈现一定波动，总体上公司盈利能力较强。

财务

2022 年该公司刚性债务快速上升，但资产负债率尚处于较低水平。公司过半资产集中在投资性房地产，可通过调整商铺资产的租售比例提升资产流动性，同时其可动用货币资金相对较充裕，可为即期债务的偿付提供良好保障。

1. 财务杠杆

图表 9. 公司财务杠杆水平变动趋势



注：根据海宁皮城所提供的数据整理、绘制。

2022 年以来该公司负债增长较快，财务杠杆总体呈上升趋势；随着刚性债务更快的增长，公司权益资本对刚性债务的覆盖程度呈快速下滑态势。目前，公司资产负债率尚处于较低水平。

(1) 资产

图表 10. 公司核心资产状况及其变动

| 主要数据及指标 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年 9 月末 |
|-------------------------|-------------|-------------|--------------|-------------|
| 流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 24.73 | 29.48 | 41.28 | 32.90 |
| 其中：现金类资产（亿元） | 22.38 | 24.75 | 29.92 | 24.96 |
| 其他应收款（亿元） | 1.20 | 1.28 | 1.48 | 1.63 |
| 存货（亿元） | 7.57 | 7.00 | 9.57 | 9.31 |
| 一年内到期的非流动资产（亿元） | - | - | 4.45 | 3.20 |
| 其他流动资产（亿元） | 4.12 | 1.51 | 1.07 | 1.38 |
| 非流动资产（亿元，在总资产中占比%） | 85.78 | 89.62 | 96.69 | 98.94 |
| 其中：长期股权投资（亿元） | 1.70 | 1.72 | 1.16 | 6.07 |
| 投资性房地产（亿元） | 76.09 | 76.85 | 75.41 | 73.26 |
| 长期应收款（亿元） | 2.41 | 1.64 | 5.71 | 8.86 |
| 其他非流动金融资产（亿元） | 0.20 | 1.79 | 2.08 | 3.65 |
| 固定资产（亿元） | 3.74 | 3.48 | 3.29 | 3.15 |
| 期末全部受限资产账面金额（亿元） | 4.79 | 6.26 | 12.56 | 9.66 |
| 受限资产账面余额/总资产（%） | 4.33 | 5.25 | 9.10 | 7.33 |

注：根据海宁皮城所提供数据整理、计算。

该公司资产以非流动资产为主，与公司核心业务物业租赁和管理较为匹配。2020-2022 年末及 2023 年 9 月末，公司资产总额分别为 110.52 亿元、119.10 亿元、137.97 亿元和 131.84 亿元，非流动资产占比在 70%以上。

该公司流动资产主要由现金类资产、存货和一年内到期的非流动资产构成。2022 年末公司现金类资产包括货币资金 19.10 亿元（因用于银行借款及开具银行承兑汇票质押、用于担保业务的保证金和按揭保证金而受限的货币资金合计 9.74 亿元）和交易性金融资产 5.27 亿元（均为银行理财产品），比上年末增加 5.93 亿元主要系创佳融资的并表及新增融资尚未全部使用所致；存货为 9.57 亿元，随项目建设投入比上年末增加 2.58 亿元，其中开发成本 5.98 亿元（包括皮都伊尚项目 2.93 亿元、潮品荟项目 2.30 亿元）、开发产品 3.56 亿元（主要为成都皮革城二期健

身中心项目 3.35 亿元)；一年内到期的非流动资产则为一年到期的融资租赁款。此外，公司其他应收款为 1.48 亿元，包括应收成都鸿翔莱运文体产业有限公司（简称“鸿翔莱运”）暂借款 0.72 亿元（已计提坏账准备 0.10 亿元）、应收东泰公司暂付款 0.31 亿元（已计提坏账准备 0.18 亿元）。

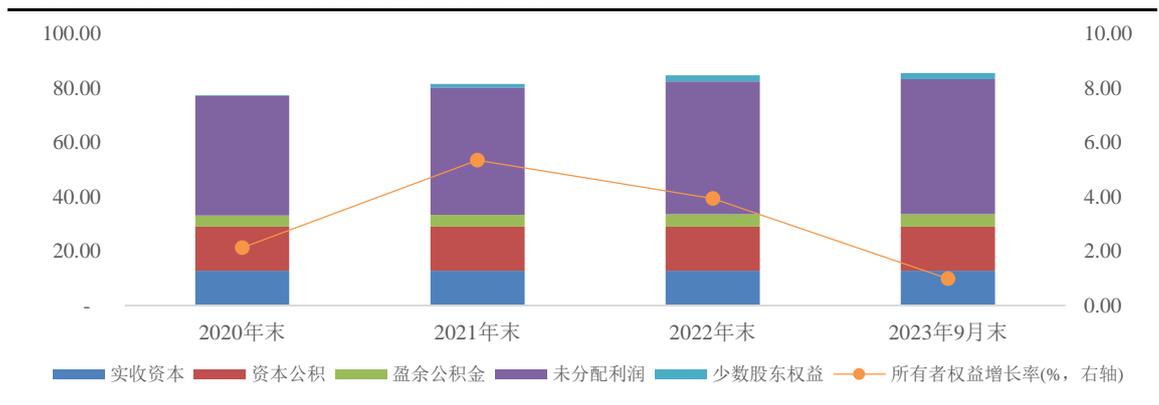
该公司非流动资产主要由投资性房地产和长期应收款构成。公司投资性房地产采用成本法计量，2022 年末同比减少 1.44 亿元主要系计提折旧所致；长期应收款包括济南皮革城公司向海那公司收取的项目资金代垫款⁸（0.94 亿元）和类金融业务的融资租赁款（4.77 亿元）。此外，公司固定资产主要为不可出租的房屋、厂房及建筑物等，近年因计提折旧逐年小幅减少；2022 年末公司其他非流动资产比上年末增加 4.61 亿元至 4.62 亿元，系公司以 4.61 亿元认购的嘉兴银行 5% 股权（对应注册资本 9,627.60 万股，于 2022 年末尚未办妥相关变更登记手续）；公司其他非流动金融资产为权益工具投资。

2023 年 9 月末，该公司现金类资产比上年末减少 8.30 亿元，其中货币资金减少 4.87 亿元，交易性金融资产因到期赎回减少 3.43 亿元；长期应收款比上年末增加 3.15 亿元，主要因融资租赁业务经营规模扩大，融资租赁款一般有相应的资产做抵押，坏账风险相对可控；长期股权投资比上年末增加 4.91 亿元，同时其他非流动资产减少 4.61 亿元，主要系嘉兴银行 5% 股权已办妥相关变更登记手续后从其他非流动资产转至长期股权投资；其他非流动金融资产增至 3.65 亿元。其他科目则变化不大。

截至 2023 年 9 月末，该公司受限资产账面价值合计 9.66 亿元，占总资产比重的 7.33%，包括用于开具银行承兑汇票质押及担保业务保证金而受限的货币资金 4.28 亿元，用于银行贷款的质押而受限的长期应收款 5.38 亿元。

(2) 所有者权益

图表 11. 公司所有者权益构成及其变动趋势（单位：亿元）



注：根据海宁皮城所提供的数据整理、绘制。

受益于较好的经营积累，该公司所有者权益逐年小幅增长，2020-2022 年末分别为 77.36 亿元、81.51 亿元和 84.71 亿元。公司所有者权益主要由股本、资本公积与未分配利润构成，2022 年末三者占所有者权益的比例分别为 15.14%、19.13% 和 57.72%。近三年公司股本无变化，资本公积变化很小，2022 年末分别为 12.83 亿元和 16.20 亿元；未分配利润逐年增长，2020-2022 年末分别为 43.99 亿元、46.86 亿元和 48.90 亿元。此外，公司少数股东权益规模较小，2022 年末为 2.21 亿元。分红方面，2020-2022 年公司分别派发上年度现金分红 0.24 亿元（含税）、0.24 亿元（含税）和 0.38 亿元（含税）。2023 年 9 月末公司所有者权益较上年末略增至 85.55 亿元。

⁸ 2022 年 9 月，该公司与山东海那公司就山东海那公司尚未支付的项目合作开发资金及利息签订还款和解协议。协议约定，山东海那公司将在 2023 年 12 月 31 日之前分批归还尚未支付的项目合作开发资金及利息 26,915.74 万元。截至 2023 年末山东海那公司尚有欠付尾款及滞纳金合计 14,704.93 万元，公司对尚未收到的本金及相关未实现融资收益减值准备列报于长期应收款。

(3) 负债

图表 12. 公司负债结构及核心债务（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年 9 月末 |
|--------------|---------|---------|---------|-------------|
| 刚性债务 | 8.38 | 8.71 | 26.42 | 20.40 |
| 其中：短期刚性债务 | 4.30 | 1.69 | 17.10 | 13.36 |
| 其中：短期借款 | 1.00 | 0.44 | 2.26 | 7.53 |
| 应付票据 | 0.25 | 1.05 | 4.90 | 0.86 |
| 超短期融资券 | 3.05 | -- | 3.01 | -- |
| 一年内到期的长期借款 | -- | -- | 3.71 | 0.82 |
| 一年内到期的应付债券 | -- | -- | 3.06 | 3.02 |
| 中长期刚性债务 | 4.08 | 7.03 | 9.32 | 7.04 |
| 其中：长期借款 | 3.00 | 3.00 | 1.33 | 2.96 |
| 应付债券 | -- | 3.06 | 7.06 | 4.09 |
| 其他中长期刚性债务 | 1.08 | 0.97 | 0.93 | -- |
| 应付账款 | 2.83 | 1.85 | 3.59 | 2.95 |
| 预收账款及合同负债 | 4.80 | 5.52 | 3.38 | 4.41 |
| 其他应付款 | 4.49 | 5.52 | 5.80 | 5.68 |
| 递延收益-非流动负债 | 5.72 | 6.42 | 6.10 | 5.96 |
| 综合融资成本（年化，%） | 4.68 | 3.76 | 3.12 | -- |

注：①根据海宁皮城所提供的数据整理、计算；②综合融资成本=（本期列入财务费用的利息支出+本期资本化利息支出）/〔（期初刚性债务余额+期末刚性债务余额）/2〕；③表中 2021 年末和 2022 年末应付债券包括 21 海宁皮城 MTN001，本评级报告将其由其他非流动负债科目调至应付债券；④其他应付款中的应付融资供应方利息计入短期刚性债务核算，表中其他应付款已剔除。

2020-2022 年末，该公司负债总额分别为 33.15 亿元、37.59 亿元和 53.26 亿元，2022 年随着创佳融资的并表和项目建设的推进，公司融资规模扩大，带动负债总额快速增加。公司负债以流动负债为主，2022 年末流动负债为 36.83 亿元，占负债总额的 69.16%。构成方面，公司负债主要由刚性债务、应付账款、预收款项及合同负债、其他应付款及递延收益构成。2022 年末公司刚性债务为 26.42 亿元，比上年末增加 17.71 亿元，主要因短期借款、应付票据增加以及发行超短期融资券、公司债及中票所致；应付账款为 3.59 亿元，主要为应付工程款；预收款项及合同负债为 3.38 亿元，由预收租金、商铺和配套物业预售款等组成；其他应付款（剔除应付融资供应方利息）为 5.80 亿元，主要为公司及其子公司收到客户缴纳的商铺经营保证金（2.63 亿元）、融资租赁保证金（1.89 亿元）和暂借款（0.57 亿元）；递延收益为政府补助，2022 年末为 6.10 亿元。此外，2022 年末公司其他流动负债剔除短期融资券后为 5.19 亿元，主要系预提土地增值税。2023 年 9 月末，公司负债总额较上年末减少 6.97 亿元至 46.29 亿元，主要系刚性债务减少，其他主要负债科目则无明显变化。

刚性债务期限结构方面，该公司刚性债务趋于短期。融资渠道上，公司刚性债务以银行借款和发行债券为主。2022 年末，公司银行借款为 7.29 亿元，其中信用借款 1.90 亿元，其余为抵质押借款；应付债券 13.13 亿元，包括超短期融资券、中期票据和公司债券。此外，公司与海宁市袁花镇双丰股份经济合作社等 84 家合作社签署借款协议，公司向上述经济合作社（作为海宁市低收入家庭受托贷款方）借入扶贫项目专项贷款本金，期限为 10 年，借款利率为 10%，截至 2022 年末账面金额为 0.93 亿元（计入长期应付款）。2023 年 9 月末，主要因偿还到期债务，公司刚性债务规模较上年末有所缩减。

图表 13. 截至 2023 年 9 月末公司主要债务到期情况（单位：亿元）

| 统计范围 | 债务类型 | 2023 年 10-12 月 | 2024 年 | 2025 年 | 2026 年及以后 |
|----------|--------|----------------|--------|--------|-----------|
| 本部/母公司口径 | 银行借款 | 3.15 | 4.20 | -- | -- |
| | 债务融资工具 | 4.00 | 3.00 | -- | -- |
| 合并口径 | 银行借款 | 3.46 | 5.08 | 0.76 | 2.00 |
| | 债务融资工具 | 4.00 | 3.00 | -- | -- |

注：①根据海宁皮城所提供的数据整理；②不包括应付票据、利息、融资租赁，只统计本金。

该公司对下属子公司资金进行统一归集，子公司使用资金前需向本部提交申请，由本部审批通过后拨付。公司将融资权限集中在本部，下属单位有融资需要时将主要以向本部借款的方式进行。在资金的获取方式上，近年公

司主要通过银行贷款、发行债券等方式进行，强调对资金成本的控制。总体上，公司融资权限集中在本部，资金的集中归集和管理有助于加强资金的安全性。

2. 偿债能力

(1) 现金流量

图表 14. 公司现金流量状况（单位：亿元）

| 主要数据及指标 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年 前三季度 | 2022 年 前三季度 |
|----------------------------|--------------|--------------|---------------|----------------|----------------|
| 经营环节产生的现金流量净额 | 5.48 | 6.60 | 0.11 | 0.49 | 0.36 |
| 其中：业务现金收支净额 | 4.98 | 7.74 | 1.81 | 3.66 | 6.58 |
| 投资环节产生的现金流量净额 | -4.45 | -0.48 | -12.58 | -0.64 | -7.76 |
| 其中：购建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金 | -2.94 | -3.22 | -2.14 | -0.54 | -2.47 |
| 收回投资与投资支付净流入额 | -1.44 | 2.12 | -10.80 | -0.92 | -3.46 |
| 筹资环节产生的现金流量净额 | 2.09 | -1.32 | 9.78 | 0.69 | 8.46 |
| 其中：现金利息支出 | 0.07 | 0.22 | 0.34 | 0.41 | 0.26 |

注：①根据海宁皮城所提供的数据整理、计算；②业务现金收支净额是指不包括其他因素导致的现金收入与现金支出的经营环节现金流量净额。

该公司市场租金采取预收方式、商铺和住宅销售采取预售制度，经营业务现金获取能力较强，并可通过合理调节商铺租售比例平衡资金压力。2020-2022 年及 2023 年前三季度，公司经营性现金流净额分别为 5.48 亿元、6.60 亿元、0.11 亿元和 0.49 亿元，其中 2022 年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。

2020-2022 年及 2023 年前三季度，该公司投资性现金流净额分别为-4.45 亿元、-0.48 亿元、-12.58 亿元和-0.64 亿元。近年来公司对时尚小镇核心区一期、伊尚项目等项目开发力度较大，构建固定资产、无形资产及其他长期资产支付的现金持续净流出，2022 年公司利用闲置资金购买银行理财产品的支出规模明显加大，导致当年投资性现金流呈大额净流出。公司投资围绕主业，目前尚有项目在建，未来投资环节现金流或将持续保持一定规模的净流出。

2020-2022 年及 2023 年前三季度，该公司筹资环节现金流净额分别为 2.09 亿元、-1.32 亿元、9.78 亿元和 0.69 亿元。2020 年公司通过银行借款、发行债券等方式为在建项目筹资，当年筹资环节净现金流由负转正；2021 年公司权益类融资及债务类融资均以净偿付为主；2022 年公司融资规模扩大，发行了多期超短期融资券、公司债及中期票据，筹资环节现金呈净流入状态。

(2) 偿债能力

图表 15. 公司偿债能力指标值

| 主要数据及指标 | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 |
|-----------------------|---------|---------|---------|
| EBITDA（亿元） | 6.47 | 8.36 | 8.20 |
| 经调整的 EBITDA（亿元） | 6.47 | 8.34 | 8.10 |
| 经调整的 EBITDA/全部利息支出（倍） | 27.54 | 26.33 | 14.84 |
| 经调整的 EBITDA/刚性债务（倍） | 1.21 | 0.98 | 0.46 |

注：①根据海宁皮城所提供的数据整理、计算；②经调整的 EBITDA=当期 EBITDA-当前公允价值变动净收益。

该公司 EBITDA 主要由利润总额和固定资产折旧构成，2020-2022 年呈小幅波动态势。同期公司经调整的 EBITDA 分别为 6.47 亿元、8.34 亿元和 8.10 亿元。2022 年末公司刚性债务规模同比大幅攀升，经调整的 EBITDA 对刚性债务覆盖程度快速弱化，但其仍能对利息支出形成高倍数覆盖。

调整因素

1. 流动性/短期因素

图表 16. 公司资产流动性指标值

| 主要数据及指标 | 2020 年末 | 2021 年末 | 2022 年末 | 2023 年 9 月末 |
|-----------------|---------|----------|---------|-------------|
| 流动比率 (%) | 109.85 | 128.74 | 112.07 | 101.83 |
| 现金比率 (%) | 52.33 | 80.53 | 66.15 | 49.72 |
| 短期刚性债务现金覆盖率 (%) | 273.96 | 1,093.92 | 142.49 | 121.34 |

注：①根据海宁皮城所提供数据整理、计算；②短期刚性债务现金覆盖率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末短期刚性债务×100%。

2022 年以来该公司短期刚性债务急剧增长，短期刚性债务现金覆盖率显著下降，但仍高于 100%。公司流动资产主要为现金类资产、存货及一年内到期的融资租赁款，仍可对流动负债形成基本覆盖。

该公司与多家银行建立了良好的合作关系，尚未使用的授信额度充裕。截至 2023 年 9 月末公司共获得合作银行综合授信额度 60.50 亿元，尚未使用的额度为 48.28 亿元，后续融资空间较充足。

除经营性支出外，该公司资金主要流向商业地产项目的建设，未来公司计划对本部现有市场进行改造升级，即仍有一定的资本性投入需求。2020-2022 年公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金分别为 0.37 亿元、0.50 亿元和 1.13 亿元，2022 年同比增长主要系上年度利润增长下分红增加以及刚债增长使得利息支出增加所致。公司债务期限结构趋向短期，但基于其业务经营环节较为稳健的现金流、较通畅的融资渠道以及较充裕的货币资金，可通过续贷、自有资金偿付等方式兑付。

2. ESG 因素

该公司社会责任履行情况良好。在劳动者权益保护方面，公司重视员工人文关怀，不断完善劳动用工制度，稳步开展职业培训以提升员工素质，关爱员工，做好困难员工的慰问和扶助工作。在商户权益保护方面，公司遵循“自愿、平等、互利”的原则，与商户建立信任和谐的合作伙伴关系，注重与商户及各相关方的沟通与协调，通过形式多样的活动，凝聚商户力量，调处商户纠纷，解决商户困难。在消费者权益保护方面，公司诚信经营，严格市场管理，把控商品质量。通过设立消费者服务台、售后服务中心、消费者投诉中心等多种方式，实施“明折明扣制度”、推广“统一收银制度”等各种方式，保障消费者利益。

该公司践行环境友好及能源节约型发展，认真落实各项节能环保措施，优化运行方式，减少经营活动对环境的破坏和影响。公司围绕节能降耗总体目标，积极开展市场改造、节能减排活动，对市场照明进行了节能化改造，积极实施垃圾分类。2022 年公司共投入 1,053.44 万元进行绿化工程、日常维护等环保项目建设。公司投资建设的分布式光伏发电项目是全国首个依照国网公司新政策并网的分布式太阳能光伏发电项目，所发电量全部由皮革城市场消化使用，2022 年发电量 394.93 万度，折标准煤 1,263.78 吨。

近三年一期该公司未收到中国证监会、深圳证券交易所及浙江省证监局等机构的监管处罚。

3. 表外事项

截至 2023 年 9 月末该公司无重大未决诉讼和对外担保。

4. 其他因素

该公司关联购销及租赁规模小，对其经营和财务基本不构成影响。截至 2022 年末，公司应收关联方款项余额合计 1.08 亿元，已计提坏账准备 0.15 亿元，主要系公司向鸿翔莱运和荟宁公司提供的拆借款；公司应付关联方款项主要系应付鸿翔莱运的工程款及暂借款，截至 2022 年末余额 0.43 亿元。

根据该公司提供的 2024 年 1 月 29 日的《企业信用报告》，公司本部无信贷违约记录。根据公开信息查询（查询日为 2024 年 2 月 23 日），公司本部未受到重大行政处罚，亦未被列入经营异常名录及严重违法失信名单。

该公司集团本部主要承担融资职能以及部分皮革市场租赁及运营业务，在经营性现金回流以及合并范围内资金的统一归集下，本部对经营及财务资源的管理与分配能力较强。2022 年末本部经审计的资产总额为 97.62 亿元，其中货币资金 7.04 亿元，交易性金融资产 4.70 亿元，其他应收款 42.77 亿元（主要为应收子公司暂借款），长期股权投资 20.07 亿元，投资性房地产为 19.44 亿元（主要系部分皮革城市场资产）。同期末公司本部负债总额为 30.79 亿元，其中刚性债务 15.03 亿元。2022 年公司本部实现营业收入 2.76 亿元，净利润 2.79 亿元，经营性现金净流量为-8.85 亿元。

外部支持

不涉及。

同业比较分析

本评级报告选取了浙江中国小商品城集团股份有限公司（简称“小商品城”）、中国国际贸易中心股份有限公司（简称“国贸股份”）、北京兆泰集团股份有限公司（简称“兆泰股份”）作为该公司的同业比较对象。小商品城与公司均以经营专业市场为主业，具有较高可比性，国贸股份和兆泰股份主要经营写字楼、商场、公寓的租赁，业态不同但亦属于房地产租赁企业，仍具有一定可比性。

该公司运营的海宁皮革城为多地布局的连锁市场，具有较突出的规模优势，同时在皮革专业领域具有品牌知名度。受部分外地市场经营不佳、皮革行业景气度低迷等影响，公司单位租金回报不高。财务表现方面，2022 年公司刚性债务快速攀升，但杠杆负担仍相对较轻；公司债务虽以短期为主，但因主业现金回流及时且存量现金类资产较充裕，债务保障程度较高。

评级结论

综上，本评级机构评定海宁皮城主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本信用评级报告有效期内，本评级机构将在需要进行定期或不定期跟踪评级。在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

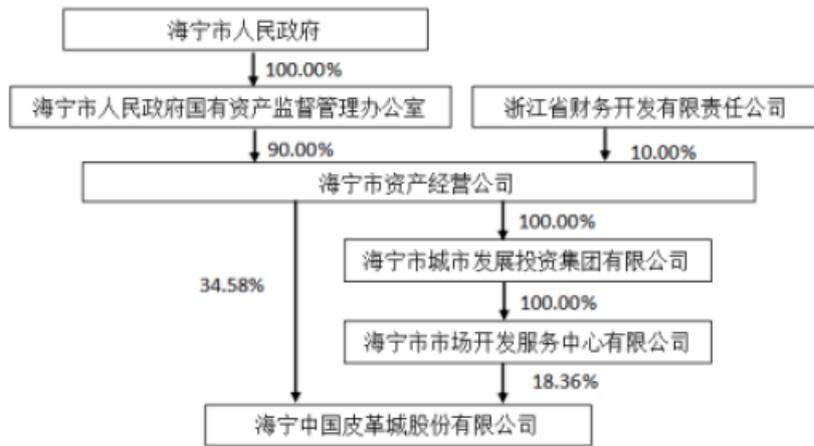
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布跟踪评级结果。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告、终止评级等评级行动。

附录一：

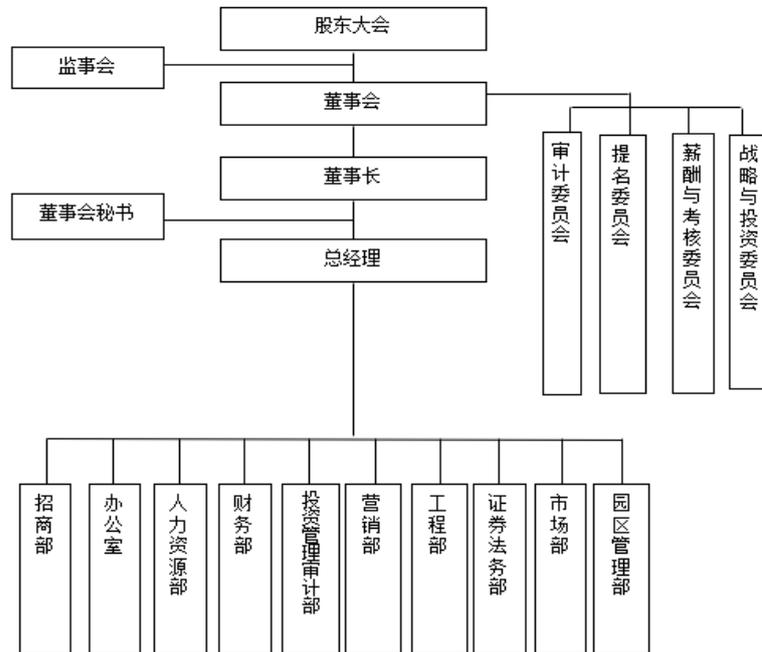
公司与实际控制人关系图



注：根据海宁皮城提供的资料整理绘制（截至 2023 年 9 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据海宁皮城提供的资料整理绘制（截至 2023 年 9 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

| 公司全称 | 简称 | 与公司关系 | 母公司持股比例 (%) | 2022 年（末）主要财务数据（亿元） | | | | | 备注 |
|----------------------|-------------|-----------|-------------|---------------------|--------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| | | | | 刚性债务余额 | 所有者权益 | 营业收入 | 净利润 | 经营环节现金净流入量 | |
| 海宁市资产经营公司 | 资产经营公司 | 控股股东 | - | 539.89 | 606.37 | 127.37 | 10.45 | -30.45 | |
| 海宁中国皮革城股份有限公司 | 海宁皮城 | 本级 | - | 15.03 | 66.83 | 2.76 | 2.79 | -8.85 | 母公司口径 |
| 海宁中国皮革城经营管理有限公司 | 皮城经管公司 | 子公司 | 100.00 | 3.00 | 1.28 | 0.95 | 0.16 | 0.11 | |
| 灯塔佟二堡海宁皮革城有限责任公司 | 佟二堡海宁公司 | 子公司 | 100.00 | - | 9.49 | 0.93 | 0.01 | -0.001 | |
| 江苏沭阳海宁皮革发展有限公司 | 沭阳海宁公司 | 子公司 | 70.00 | - | 0.12 | 0.12 | 0.03 | - | |
| 武汉海潮海宁皮革发展有限公司 | 武汉海宁公司 | 子公司 | 100.00 | - | -0.99 | 0.04 | -0.55 | 0.08 | |
| 成都海宁皮革城有限公司 | 成都海宁公司 | 子公司 | 100.00 | - | 5.60 | 3.43 | 0.59 | 0.03 | |
| 济南海宁皮革城有限公司 | 济南海宁公司 | 子公司 | 100.00 | - | -0.77 | 0.09 | -0.09 | 0.0001 | |
| 天津海宁皮革城有限公司 | 天津海宁公司 | 子公司 | 80.00 | - | 0.75 | - | 0.003 | -0.0008 | |
| 郑州海宁皮革城有限公司 | 郑州海宁公司 | 子公司 | 100.00 | - | 0.38 | 0.28 | -0.006 | 0.02 | |
| 海宁皮都锦江大酒店有限公司 | 皮都酒店 | 子公司 | 100.00 | - | 0.10 | 0.23 | 0.02 | 0.001 | |
| 海宁中国皮革城投资有限公司 | 皮革城投资公司 | 子公司 | 100.00 | - | 2.61 | - | 0.85 | 0.12 | 单体报表 |
| 其中：海宁万弘贸易有限公司 | 万弘贸易 | 孙公司 | 100.00 | 1.11 | 0.71 | 0.14 | 0.23 | -0.81 | |
| 哈尔滨海宁皮革城有限公司 | 哈尔滨皮革公司 | 子公司 | 100.00 | - | 2.75 | 0.66 | 0.01 | 0.001 | |
| 海宁皮革城融资担保有限公司 | 担保公司 | 子公司 | 100.00 | - | 2.70 | 0.07 | 0.14 | 0.10 | |
| 海宁皮革时尚小镇投资开发有限公司 | 时尚小镇公司 | 子公司 | 100.00 | 0.23 | 13.87 | 1.15 | 0.27 | 9.55 | 单体报表 |
| 其中：创佳融资租赁（浙江）有限公司 | 创佳融资 | 孙公司 | 63.00 | 6.18 | 2.39 | 0.79 | 0.37 | -0.59 | |
| 海宁民间融资服务中心有限公司 | 民间融资公司 | 子公司 | 41.00 | - | 2.08 | 0.74 | 0.45 | 0.51 | |

注：①根据海宁皮城 2022 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理；②资产经营公司数据来自公开资料。

附录四：

同类企业比较表

核心业务：市场开发及经营 归属行业：房地产租赁

| 企业名称（全称） | 最新主体 信用等级/展望 | 2022 年度经营数据 | | | | 2022 年（末）财务数据/指标 | | | |
|------------------|-----------------|-------------------|----------|------------------------|---------------|--------------------|--------------|-------------------------|-------------------------|
| | | 可出租物业面积 （万平方米） | 租金收入（亿元） | 经调整的 EBITDA 利 润率（%） | 总资产报酬率 （%） | 权益资本与刚性债 务比率（×） | 资产负债率 （%） | 经调整的 EBITDA/ 利息支出（倍） | 经调整的 EBITDA/ 刚性债务（倍） |
| 浙江中国小商品城集团股份有限公司 | AAA | 140.35 | 16.97 | 28.81 | 4.53 | 1.90 | 52.41 | 7.76 | 0.27 |
| 中国国际贸易中心股份有限公司 | AAA | 33.21 | 31.68 | 60.57 | 12.44 | 4.29 | 28.68 | 21.81 | 0.98 |
| 北京兆泰集团股份有限公司 | AA ⁺ | 58.50 | 11.65 | 52.46 | 4.22 | 1.31 | 57.00 | 2.30 | 0.16 |
| 海宁中国皮革城股份有限公司 | AA ⁺ | 228.37 | 7.14 | 61.78 | 3.62 | 3.21 | 38.60 | 14.84 | 0.46 |

注：①中国国际贸易中心股份有限公司、北京兆泰集团股份有限公司是公开市场发债企业但并非本评级机构客户，相关数据及指标来自公开市场可获取数据及计算，或存在一定局限性；②浙江中国小商品城集团股份有限公司租金收入为其披露的市场经营收入，即包括市场租金收入、商位拍卖款收入、一次性增收商位使用费收入、入场资格费收入等。

附录五：

主要财务数据及指标

| 主要财务数据与指标[合并口径] | 2020 年度 | 2021 年度 | 2022 年度 | 2023 年 前三季度 |
|----------------------|---------|---------|---------|----------------|
| 资产总额[亿元] | 110.52 | 119.10 | 137.97 | 131.84 |
| 货币资金[亿元] | 11.78 | 18.23 | 19.10 | 14.22 |
| 刚性债务[亿元] | 8.38 | 8.71 | 26.42 | 20.40 |
| 所有者权益 [亿元] | 77.36 | 81.51 | 84.71 | 85.55 |
| 营业收入[亿元] | 14.25 | 14.35 | 13.11 | 7.77 |
| 净利润[亿元] | 1.90 | 3.31 | 3.06 | 1.69 |
| EBITDA[亿元] | 6.47 | 8.36 | 8.20 | — |
| 经营性现金净流入量[亿元] | 5.48 | 6.60 | 0.11 | 0.49 |
| 投资性现金净流入量[亿元] | -4.45 | -0.48 | -12.58 | -0.64 |
| 资产负债率[%] | 30.00 | 31.57 | 38.60 | 35.11 |
| 权益资本与刚性债务比率[%] | 923.10 | 935.50 | 320.67 | 419.34 |
| 流动比率[%] | 109.85 | 128.74 | 112.07 | 101.83 |
| 现金比率[%] | 52.33 | 80.53 | 66.15 | 49.72 |
| 利息保障倍数[倍] | 12.91 | 15.32 | 8.52 | — |
| 担保比率[%] | 10.17 | 1.23 | 1.18 | — |
| 营业周期[天] | 449.06 | 340.92 | 384.37 | — |
| 毛利率[%] | 39.52 | 43.05 | 36.56 | 36.21 |
| 营业利润率[%] | 18.80 | 30.82 | 33.33 | 30.85 |
| 总资产报酬率[%] | 2.80 | 4.23 | 3.62 | — |
| 净资产收益率[%] | 2.49 | 4.17 | 3.69 | — |
| 净资产收益率*[%] | 2.55 | 4.17 | 3.32 | — |
| 营业收入现金率[%] | 88.54 | 112.61 | 80.68 | 123.91 |
| 经营性现金净流入量与流动负债比率[%] | 24.03 | 29.08 | 0.37 | — |
| 非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%] | 3.23 | 17.30 | -27.46 | — |
| 经调整的 EBITDA/利息支出[倍] | 27.54 | 26.33 | 14.84 | — |
| 经调整的 EBITDA/刚性债务[倍] | 1.21 | 0.98 | 0.46 | — |

注：表中数据依据海宁皮城经审计的 2020-2022 年度及未经审计的 2023 年前三季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

$$\text{资产负债率}(\%) = \text{期末负债合计} / \text{期末资产总计} \times 100\%$$

$$\text{权益资本与刚性债务比率}(\%) = \text{期末所有者权益合计} / \text{期末刚性债务余额} \times 100\%$$

$$\text{流动比率}(\%) = \text{期末流动资产合计} / \text{期末流动负债合计} \times 100\%$$

$$\text{现金比率}(\%) = (\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末流动负债合计} \times 100\%$$

$$\text{利息保障倍数}(\text{倍}) = (\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$$

$$\text{担保比率}(\%) = \text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$$

$$\text{营业周期}(\text{天}) = 365 / \{ \text{报告期营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \} + 365 / \{ \text{报告期营业成本} / [(\text{期初存货余额} + \text{期末存货余额}) / 2] \}$$

$$\text{毛利率}(\%) = (1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入}) \times 100\%$$

$$\text{营业利润率}(\%) = \text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$$

$$\text{总资产报酬率}(\%) = (\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}(\%) = \text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$$

$$\text{净资产收益率}^*(\%) = \text{报告期归属于母公司所有者的净利润} / [(\text{期初归属母公司所有者权益合计} + \text{期末归属母公司所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$$

$$\text{营业收入现金率}(\%) = \text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$$

$$\text{经营性现金净流入量与流动负债比率}(\%) = \text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$$

$$\text{非筹资性现金净流入量与负债总额比率}(\%) = (\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初负债合计} + \text{期末负债合计}) / 2] \times 100\%$$

$$\text{经调整的 EBITDA/利息支出}[\text{倍}] = (\text{报告期 EBITDA} - \text{公允价值变动净收益}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$$

$$\text{经调整的 EBITDA/刚性债务}[\text{倍}] = (\text{报告期 EBITDA} - \text{公允价值变动净收益}) / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$$

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

$$\text{刚性债务} = \text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{应付短期融资券} + \text{应付利息} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他具期债务}$$

$$\text{EBITDA} = \text{利润总额} + \text{列入财务费用的利息支出} + \text{固定资产折旧} + \text{无形资产及其他资产摊销}$$

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

| 等 级 | | 含 义 |
|-----|-------|-----------------------------------|
| 投资级 | AAA 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| | BBB 级 | 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| 投机级 | BB 级 | 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高 |
| | B 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人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 级 | 发行人不能偿还债务 |

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

| 评级类型 | 评级情况分类 | 评级时间 | 评级结果 | 评级分析师 | 所使用评级方法和模型的名称及版本 | 报告（公告）链接 |
|------|--------|------------|--------|--------|--|----------------------|
| 主体评级 | 历史首次评级 | 2014年1月24日 | AA/稳定 | 王明君、常虹 | 新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件） | 报告链接 |
| | 评级结果变化 | 2015年6月19日 | AA+/稳定 | 王明君、石月 | 新世纪评级方法总论（2012） 工商企业评级方法概论（2014） 通用版评级模型（参见注册文件） | 报告链接 |
| | 前次评级 | 2022年7月14日 | AA+/稳定 | 周文哲、吴凡 | 新世纪评级方法总论（2012） 房地产租赁行业信用评级方法（2021版） 工商企业评级模型（房地产行业）MX-GS026（2021.1） | 报告链接 |
| | 本次评级 | 2024年3月11日 | AA+/稳定 | 周文哲、覃斌 | 新世纪评级方法总论（2022） 工商企业评级方法与模型（房地产租赁）FM-GS026（2022.12） | 报告链接 |

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。