

浙江中国小商品城集团股份有限公司

2016 年公司债券（第二期）

信用评级报告



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.

概述

编号:【新世纪债评(2016)010582】

评级对象: 浙江中国小商品城集团股份有限公司 2016 年公司债券(第二期)(本次债券/债项)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺(未安排增级)

评级时间: 2016 年 7 月 20 日

计划发行: 15 亿元

本期发行: 7 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

发行目的: 偿还刚性债务

偿还方式: 按年付息, 到期一次还本

主要财务数据及指标

项 目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司数据:				
货币资金	5.00	10.61	8.70	5.01
刚性债务	71.64	104.04	52.74	47.11
所有者权益	84.25	86.26	99.24	100.41
经营性现金净流入量	-0.22	7.79	68.26	-4.79
合并数据及指标:				
总资产	240.70	284.98	296.28	283.75
总负债	149.73	192.17	197.17	183.41
刚性债务	71.64	104.08	60.76	53.62
所有者权益	90.97	92.81	99.11	100.34
营业收入	36.55	38.43	56.98	11.11
净利润	7.08	4.06	6.63	2.08
经营性现金净流入量	-3.26	11.32	68.26	-2.46
EBITDA	18.09	17.62	21.08	-
资产负债率[%]	62.21	67.43	66.55	64.64
权益资本与刚性债务 比率[%]	126.98	89.17	163.12	187.14
流动比率[%]	87.12	76.87	76.09	77.97
现金比率[%]	8.44	10.84	7.04	4.89
利息保障倍数[倍]	3.97	2.03	2.84	-
净资产收益率[%]	8.15	4.42	6.91	-
经营性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-2.61	6.62	35.07	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-26.03	-10.64	22.45	-
EBITDA/利息支出[倍]	5.85	3.51	4.46	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.20	0.26	-

注: 根据小商品城经审计的 2013~2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理, 计算。

分析师

黄蔚飞 hwf@shxsj.com

石月 shiyue@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

➤ 主要优势/机遇:

- **政府支持。**小商品城所在的义乌市以“兴商建市”为发展战略, 小商品市场建设贯穿于义乌经济发展的始终, 能得到一定的政策支持。
- **品牌优势。**小商品城经营的义乌中国小商品城是我国最大的小商品出口基地, 拥有很高的知名度、显著的品牌优势和市场地位。
- **协同发展优势。**小商品城协同发展市场经营及相关的贸易、宾馆酒店、房地产、广告会展等产业, 综合竞争力强。
- **市场经营业务现金获取能力强。**小商品城经营的商品市场采取预收租金的经营方式, 经营性现金流入较稳定, 现金获取能力强。

➤ 主要风险/关注:

- **租金下调压力。**国际贸易环境的变化或导致义乌小商品市场的整体繁荣度下滑, 使商户出租业务租金下调压力加大。
- **产业优势减弱。**随着劳动密集型产业成本增加, 制造业转移, 导致支撑义乌市场的周边制造业价格优势在减弱。
- **酒店业务疲软。**受三公消费限制、酒店同行业竞争加剧的影响, 小商品城旗下经营的酒店入住率表现疲弱, 酒店业务的盈利状况下滑。
- **房地产去化压力。**小商品城房地产业务资金沉淀量大, 南昌、义乌等地项目仍面临一定的去库存压力。

➤ 未来展望

通过对小商品城及其发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很强，并给予本次债券 AA⁺信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



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实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级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。本次评级所依据的评级方法是《新世纪评级方法总论》及《房地产开发企业信用评级方法》。上述评级方法可于新世纪评级官方网站查阅。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或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、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其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。

浙江中国小商品城集团股份有限公司

2016 年公司债券（第二期）

信用评级报告

一、公司概况

该公司是经浙江省股份制试点工作协调小组浙股[1993]59号《关于同意设立浙江义乌中国小商品城股份有限公司的批复》和浙江省股份制试点工作协调小组办公室浙股办[1993]20号《关于同意浙江义乌中国小商品城股份有限公司增加发起人的批复》批准，由义乌中国小商品城恒大开发总公司(简称“义乌恒大公司”，后更名为“义乌小商品城恒大开发有限责任公司”)、中信贸易公司、浙江省国际信托投资公司、浙江省财务开发公司、上海申银证券公司、义乌市财务开发公司（简称“义乌财务公司”）等六家单位作为发起人，于1993年12月以定向募集方式设立的股份有限公司，公司设立时名称为浙江义乌中国小商品城股份有限公司，注册资本为10,500万元，控股股东为义乌恒大公司。1995年9月，公司更名为浙江中国小商品城集团股份有限公司。

2002年5月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]23号文核准，该公司在上海证券交易所成功发行2,915.21万股社会公众股（每股面值1元），上市后公司控股股东仍为义乌恒大公司。2004年3月，经证监发行字[2004]28号文批准，公司增发2,093.86万股普通股。2008年8月，经证监会证监许可[2008]1045号核准，公司向义乌市国有资产投资控股有限公司（简称“义乌国资公司”，后更名为“义乌市国有资产经营有限责任公司”）非公开发行4,513.18万股人民币普通股，第一大股东变更为义乌国资公司。后经过多次的资本公积转增股本及送股，截至2011年末，公司总股本为272,160.71万股。经国资产权[2011]1258号文及证监许可[2012]28号文批复，2012年2月，义乌国资公司及义乌财务公司将合计持有的公司82,770.89万股普通股无偿划转至义乌恒大公司，义乌恒大公司成为公司第一大股东。2014年2月，义乌恒大公司更名为义乌市市场发展集团有限公司（简称“市场发展集团”）。2015年5月，公司完成送股，股本总额增加至54.43亿元。

该公司经营范围较广，包括实业投资、市场经营、百货商品销售及

各类贸易等，目前公司本部主要从事市场经营以及相关的酒店服务、广告和会展业务，控股子公司还从事国际贸易和房地产开发业务。公司经营义乌中国小商品城经过二十多年的发展，已成为世界最大的小商品集散市场。

二、债项概况

（一）本次债券概况

该公司拟申请发行公司债券已经公司第七届董事会第十次会议审议通过，并经 2014 年度股东大会批准。公司于 2016 年 4 月取得证监会“证监许可[2016]822 号”发行不超过 15 亿元公司债券的许可，当月已发行 2016 年第一期公司债券（16 小商 01）8 亿元。本期债券为同一注册额度内第二期公司债券，发行规模 7 亿元。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	浙江中国小商品城集团股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）
总发行规模:	人民币 15 亿元
本期发行规模:	人民币 7 亿元
本次债券期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	按年付息，到期一次还本
增级安排:	无

资料来源：小商品城

截至目前，该公司公开市场存续期内债券本金余额合计为 30.00 亿元，付息正常。

图表 2. 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	种类	债券余额	发行时间	期限	票面利率
15 浙小商 CP001	短期融资券	6.00	2015 年 8 月	366 天	3.28%
15 浙小商 CP002	短期融资券	6.00	2015 年 9 月	366 天	3.39%
16 浙小商 SCP001	超短期融资券	5.00	2016 年 4 月	180 天	3.15%
16 小商 01	公司债	8.00	2016 年 4 月	3 年	3.80%
14 浙小商 MTN1	中期票据	5.00	2014 年 9 月	3 年	5.30%
合计		30.00			

资料来源：wind 资讯

（二） 本次债券募集资金用途

本期债券募集资金在扣除发行费用后，拟全部用于偿还刚性债务。

三、宏观经济和政策环境

2016 年一季度，全球主要发达经济体保持平稳，但结构性问题仍未解决，宽松的货币与财政政策仍为实际共识。我国维持了宽松的货币与财政环境，经济下行压力仍较大，但系统性风险总体可控。

2016 年第一季度，中国宏观经济仍面临复杂的国际环境。美国经济总体上延续了复苏的态势，但经济增速略微放缓，且不确定性有所增加，导致其加息进程趋于谨慎。美国货币政策的转向对全球资本流动、汇率波动和证券市场的震动有所减弱。在量化宽松政策的刺激下，欧洲经济温和复苏，并且主权信用风险有所缓解，有利于欧盟政治、经济的整体稳定。日本的宽松货币政策对经济的刺激效应有所下降，而其经济的结构性问题短期内尚难解决。

2016 年第一季度，国际石油价格保持低迷，石油输出国的经济处于疲软状态、国家风险上升，全球以石油为基础的行业风险上升。新兴经济体中，印度维持了中高速增长态势，俄罗斯在因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁、石油价格下跌等双重因素影响下，经济尚未出现实质性转折；巴西的经济增长和国别风险仍然较高。

在复杂的国际经济背景下，美国回归常规货币政策的步伐短期内偏向保守；欧洲为了促进经济增长、缓解主权债务风险和银行业的结构性危机，继续维持量化宽松的货币政策；日本将继续推行量化宽松和低利率货币政策。新兴经济体将总体维持相对宽松的货币政策和积极的财政政策以刺激经济的增长。

2016 年第一季度，中国对外开放水平继续提高，人民币国际使用不断扩大、国际地位继续增强，资本项目可兑换进程持续推进。“一带一路”战略及与欧美的信息技术协议谈判增强了贸易、资本和技术往来。中国的这些区域和全球性的战略推进，将进一步推动中国经济和金融深度融入世界经济体系，为中国和世界经济的成长发展提供了良好的政策、制度基础和组织保证。在中国提高对外开放水平的同时，国内长江经济带、京津冀协同发展等区域和省市经济建设、自贸区建设等都与对外开放进行了衔接。

2016年第一季度,中国继续实施积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策。在财政政策上,财政部继续推动各省市和计划单列的地方政府债券发行,对规范地方政府融资行为、防范和化解区域和地方政府债务风险发挥了积极的作用,中国地方政府债务的风险总体上仍然可控;在积极的财政思路下,本年中国财政赤字率升至3%。在货币政策上,在进一步降息、降准空间有限的背景下,中国央行适当增加了基础货币投放的力度,在物价水平总体可控的条件下保证了市场的流动性、降低了实体经济的融资成本,有利于实体经济去库存、去产能的顺利推进。2016年,中国将继续实施积极的财政政策和稳健中宽松的货币政策。

在复杂的国际环境、对外开放水平不断提高、积极的财政政策和稳健中适度宽松的货币政策下,2016年第一季度中国国内生产总值同比增速为6.7%,仍然存在一定的下行压力,但是包括制造业PMI、固定资产投资总额和PPI等重要数据均有一定的回暖,说明政府的稳增长、调结构的经济政策效力开始显现。从行业来看,以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业和以石油为基础的化工行业的风险仍然较高,信用风险和违约事件有所扩散,但总体依然可控。

中国经济本年仍将保持较大的下行压力,在刚性兑付不断打破、允许一些企业破产、去产能、去库存、去杠杆等的经济结构调整政策下,中国债券市场的信用风险和违约事件将呈现增加态势;在中国直接融资比例不断提高、证券市场不断发展的条件下,证券市场的波动对金融系统和实体经济的冲击会有所提高,但不至于引发系统性风险。

从中长期看,随着中国对外开放的不断提高,在中国供给侧改革、经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大的条件下,中国经济仍将保持稳定的增长;在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下,在中国国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中,中国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险,以及证券市场波动对金融、经济的冲击性风险。

四、公司所处行业及区域经济环境

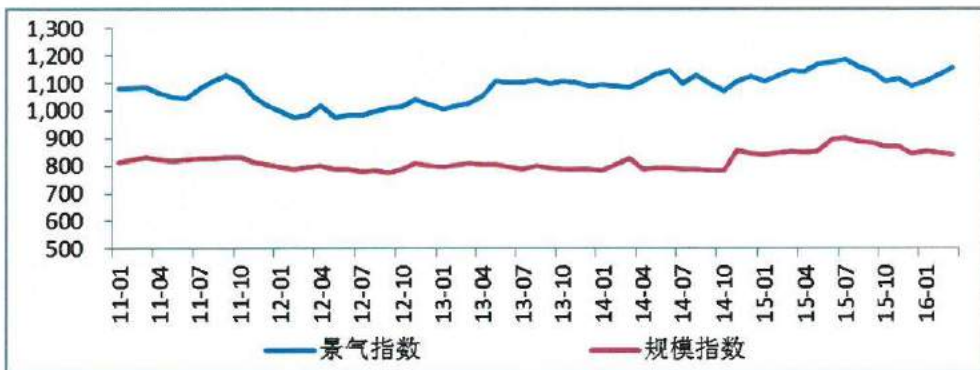
1. 商品交易市场经营

经过多年的培育和发展，我国商品交易市场规模不断扩大。义乌小商品城凭借地理位置优势和产业先发优势，已发展成为全球最大的日用消费品流通中心。

经过多年的培育和发展，我国商品交易市场规模不断扩大，商品集散功能日益增强，各地商品交易市场已经成为我国商品流通的重要集散地。根据国家统计局数据，至 2014 年末我国交易额在亿元以上的商品交易市场有 5023 家，其中小商品市场数量为 39 家；2014 年亿元以上商品交易市场成交额为 10.03 万亿元，其中小商品市场成交额为 419.01 亿元。大型商品交易市场中，批发市场占据绝大多数，2014 年我国亿元以上商品交易批发市场成交额为 8.63 万亿元，其中小商品批发市场成交额为 392.44 亿元。

义乌市自 1982 年起实施“兴商建市”的发展战略，在全国率先创办小商品市场。目前，义乌已发展成为全球最大的日用消费品流通中心和我国重要的商品出口基地。根据《2015 年义乌市国民经济和社会发展统计公报》，2015 年义乌中国小商品城实现成交额 982.2 亿元，同比增长 14.6%，已连续 25 年位居全国各大专业市场首位。

图表 3. 义乌中国小商品指数（2006 年 7 月=1000）



资料来源：商务部

目前，义乌市场上 60% 的产品来自义乌以外的国内其他地区，与义乌市场对接的国际小商品集散地已扩大到巴拿马的科隆、阿联酋的迪拜和智利等地，有来自 180 多个国家和地区的 1 万多名外商常驻义乌。2014 年 11 月，义乌至西班牙马德里的“义新欧”国际货运铁路通车，该铁路横贯欧亚大陆，途径哈萨克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯、波兰、德国、法国和西班牙等国。目前，“义新欧”已经实现每周一列常态化运营，

运送至欧洲的货物包括主板、纺织布料、服装、工艺品和日用百货等。截至 2015 年 12 月，“义新欧”中欧班列累计发运往返班列 31 次，累计装载集装箱 1748 个。其中，去程班列共发运 26 次，装载 1548 个标箱；回程班列共发运 5 次，装载 200 个标箱。

2. 房地产行业

2015 年以来房地产市场需求受到政策支持逐步恢复，一线城市地产价格增长明显，带动周边二线城市增长，但市场分化依然明显。该公司房地产项目主要集中在杭州、南昌和义乌，上述地区房地产库存较高，面临的调整压力较大。

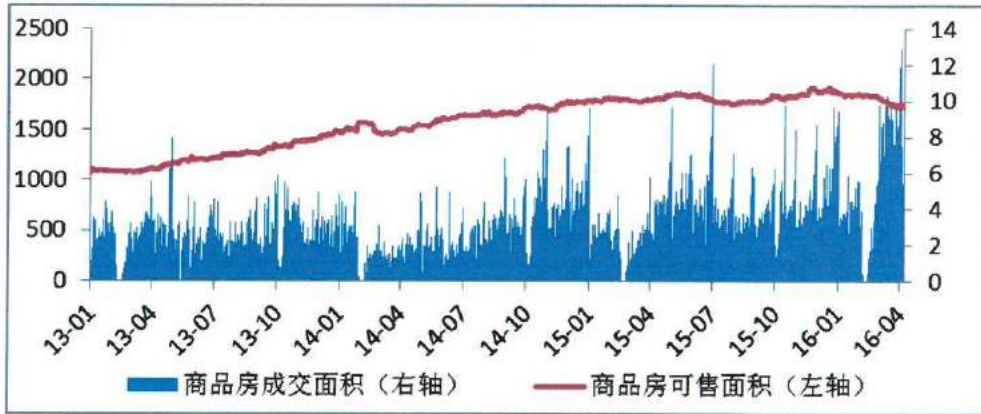
2014 年，全国房地产销售面积、住宅销售面积分别减少 8.11%和 9.11%，需求下滑明显。为防止市场进一步下滑，各地方政府相继取消或放松了限购等调控政策，转而出台救市政策，包括调整公积金贷款、减免税收、调整首付比例、放松户籍政策、提供住房补贴等。2014 年 11 月，央行下调贷款基准利率，进一步维持了需求水平。

2015 年房地产政策持续放松，房地产市场有所回暖。央行于 3 月 1 日、5 月 11 日、6 月 28 日和 8 月 26 日五次降息，于 3 月 30 日、8 月 31 日和 9 月 30 日三次调整房地产信贷政策，并通过降准、定向降准 MLF、PSL 等方式增加可贷资金；国务院陆续仿宋公积金使用限制，有效扩大了需求来源；财政部、国税局自 3 月起不断放松相关税收限制，增强了市场流动性。在连续的政策支撑下，2015 年房屋销售面积同比增加 6.69%，达 12.46 亿平方米；其中住宅销售面积增加 6.87%达到 11.24 亿平方米，市场需求有所恢复。

2016 年，全国房地产市场分化明显，一线城市房价快速上涨、置换需求释放；部分二线城市受到带动，房价、交易量均有提升；三、四线城市去库存压力依然较大。3 月，上海、深圳出台严厉限购政策，遏制一线城市房价过快上涨趋势。

该公司房地产项目主要集中在杭州、南昌和义乌三地。2013 年以来，杭州市房地产库存持续上升，受需求减弱的影响，2014 年起房价格开始出现回落，下跌幅度超过 10%。2014 年 7、8 月，杭州市政府对限购政策进行调整，并下调了二套房首付比例，第四季度房地产市场活跃度明显回升。2015 年以来，随着调控政策，杭州市房地产交易量增加，价格波动上行，库存上升趋势得到遏制。

图表 4. 杭州商品房市场情况 (单位: 万平方米、元/平方米、%)



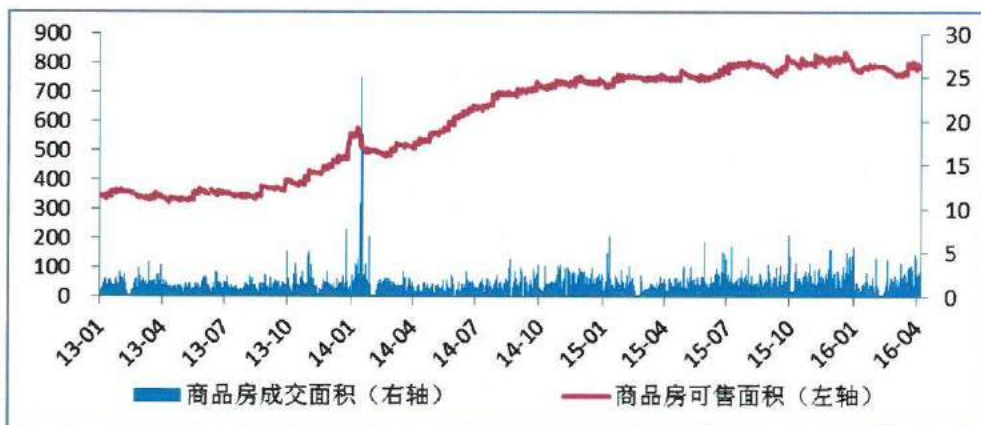
(续表)



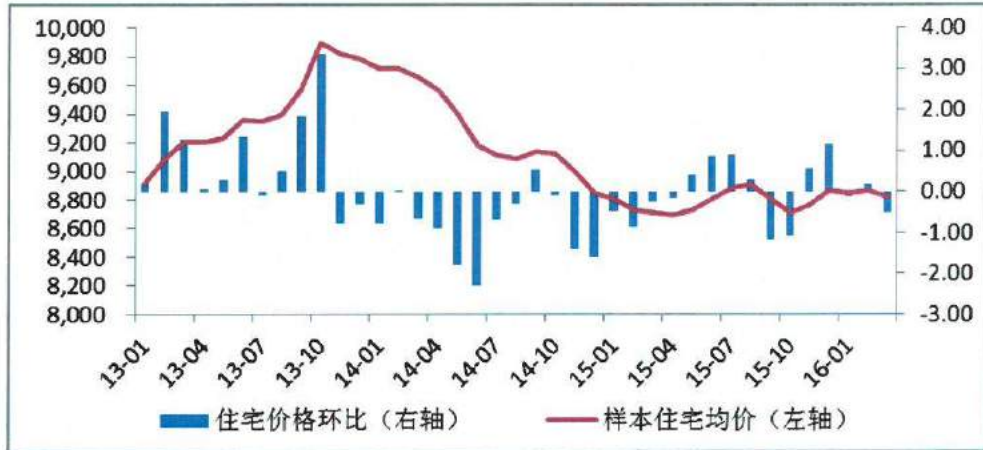
资料来源: wind 资讯

南昌市房地产市场目前去库存压力较大。2013年8月份以来,该市商品房库存持续上升,去化周期上升,2015年末去化周期达到406天。价格方面,2014年以前该市房地产价格总体处于上升的态势;但2014年以后随着供需矛盾的日益加剧,房地产价格开始逐月下跌,至2015年稳定在8800元/平方米左右。总体上,南昌市房地产市场库存维持高位运行,而交易量增长并不明显,去库存压力依然较大。

图表 5. 南昌商品房市场情况 (单位: 万平方米、元/平方米、%)



(续表)



资料来源: wind 资讯

此外,该公司在义乌本地也有部分商品房地产项目。2015年,义乌市房地产开发投资 85.8 亿元,较上年下降 8.9%,但商品房销售面积持续增加至 69.6 万平方米,同比增长 25.7%。其中,住宅销售面积 62.5 万平方米,同比增长 27.0%。总体上,义乌房地产市场有明显的去库存趋势。

3. 酒店服务业

近年来在义乌市商贸业蓬勃发展的带动下,当地的酒店服务业获得了迅速发展,但诸多酒店的兴起加剧了酒店间的竞争,且受到明显的政策限制。

义乌市经济、商贸的快速发展,旅游业亦得到较快的发展。旅游业的发展为酒店服务业提供了充足的客源。2015年,全市共接待境内外游客 1536.2 万人次,较上年增长 16.9%,实现旅游总收入 186.3 亿元,较上年增长 23.4%;实现旅游外汇收入 51760.2 万美元,增长 22.0%。

会展业亦为义乌市的酒店服务业提供了部分的客源。在中国义乌国际小商品博览会(简称“义博会”)、中国义乌文化产品交易会等博览会举办期间,义乌市的宾馆、酒店均有较高入住率。2011年3月,国务院批复的《义乌市国际贸易综合改革试点总体方案》明确指出,支持发展“中国义乌国际小商品博览会”等特色品牌展会,培育具有国际竞争力的大型展览集团,把义乌打造成重要的国家级会展平台,义乌市的会展城市地位进一步巩固。2015年,全市共举办商业性展览 33 个,参展企业 12532 家。

义乌市作为国际性商贸城市,商贸客源较为充足,但受限制政府消费、酒店业竞争加剧等因素影响,酒店服务业的盈利状况在持续弱化。

近年来，从中央到地方各级政府严控会议费支出，部分地方政府在会议费管理办法中做出“限星”的规定。2013年9月13日，财政部等三部门联合制定了《中央和国家机关会议费管理办法》，明确规定政府“二、三、四类会议应当在四星级以下（含四星）定点饭店召开。”11月出台的《党政机关厉行节约反对浪费条例》中也为会议费用做了严格限制。

截至2015年末，义乌市达四星级及以上标准的酒店超过20家，三星及三星以下宾馆、经济型酒店星罗棋布，酒店数量的增加对酒店业盈利能力造成一定影响。

五、公司自身素质

（一）公司产权状况

该公司为国有控股上市公司，实际控制人为义乌市国资委。

2012年2月11日，义乌国资公司与义乌财务公司将所持有的该公司全部股权无偿转让给义乌恒大公司后，公司控股股东由义乌国资公司变更为义乌恒大公司。2014年2月，义乌恒大公司更名为市场发展集团。义乌国资公司及市场发展集团均是由义乌市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“义乌市国资委”）设立的国有独资企业，故公司实际控制人仍为义乌市国资委。截至2015年末，市场发展集团持有公司55.82%股权。公司产权状况详见附录一。

该公司是市场发展集团的核心子公司。2015年，公司营业收入占市场发展集团的89.20%；截至2015年末，公司资产总额占市场发展集团资产总额的81.27%。

（二）公司法人治理结构

作为上市公司，该公司按照相关法律法规的要求建立了较完善的法人治理结构。

作为上市公司，该公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规及规范性文件的要求，以及《浙江中国小商品城集团股份有限公司章程》（简称“《公司章程》”），独立开展生产经营活动，控股股东依照相关法律法规和《公司章程》的约定实现对公司的管理和控制。董事会由9名董事组成（含3名独立董事），对股东大会负责。公司董事、监事由股东大会选举产生，高级管理人员由董事会聘任。

2015年，该公司与关联方存在购买安保服务、出租办公场所的关联交易，合计金额分别为40.82万元和127.01万元，金额较小。公司与股东市场集团之间存在资产托管关系，公司受托管理幸福湖国际会议中心酒店，2015年收取的酒店管理费为80.55万元。

截至2015年末，该公司存在关联担保。接受担保方面，股东市场集团为公司的15.58亿元银行借款提供连带责任保证担保。给予担保方面，公司分别为义乌市惠商小额贷款股份有限公司、杭州滨江商博房地产开发有限公司和义乌商旅投资发展有限公司提供银行借款担保，金额分别为0.35亿元、8.82亿元和0.25亿元。

截至2015年末，该公司存在关联方往来款。公司向义乌商旅投资发展有限公司提供财务资助，期末余额为1.95亿元；向杭州滨江商博房地产开发有限公司，期末余额为7.78亿元。公司应收关联方款项为应收上述财务资助本金及利息，期末合计11.77亿元。公司应付关联方款项余额为27.41万元，金额很小。

该公司全资子公司义乌中国小商品城房地产开发有限公司（简称“商城房产”）销售商品房时，在商品房已销售但权属尚未转移至承购人名下的时间段内，为承购人提供银行贷款抵押担保。截至2015年末，此项担保金额为28.29亿元。

2015年末，该公司因未决诉讼形成的或有负债金额为650.00万元，金额很小。

（三）公司管理水平

该公司根据自身经营特点设置了较合理的组织机构，各部门间职责较清晰；公司在财务管理、市场管理和工程管理等方面建立了一套相应的运行管理体制，经营管理运作较为规范；公司从业人员素质较高，管理团队稳定，能够满足现阶段的经营管理需要。

该公司高级管理人员普遍具有多年的商贸行业的从业经历，经营管理经验较丰富。近年来公司高级管理层基本保持稳定，有利于公司经营战略和业务发展的持续性。

该公司建立了中高级管理人员激励约束机制和绩效考核体系。根据董事局制订的年度经营目标，将高级管理人员的奖惩、岗位业绩评估同公司的经营业绩、成本费用支出等考核指标挂钩，为高级管理人员履行职责提供了必要的制度保障。

该公司根据自身的经营特点设置相关职能部门以及分公司与子公司。公司各部门之间职责划分明确，在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，同时也能保持协作顺畅，机构设置基本满足现阶段的经营管理需要。公司组织架构详见附录二。

该公司目前建立了较为健全的内部管理制度，明确了各部门和岗位在内部管理和风险控制方面的职责和权限，以控制经营管理风险和保障资产的安全完整。公司主要采取选派高级管理人员和财务负责人等方式对下属公司进行管理和控制。同时，公司还制定了较完善的规章制度，在财务管理、市场管理、工程管理及内部审计等方面实行较为规范制度化化管理。

在财务管理方面，该公司实行集中统一与分级管理相结合的管理制度。公司本部是投资中心，资金筹措中心，实行四“统一”：统一对外投资的决策权、统一各项资金的调配权、统一利润的分配使用权和统一交纳企业所得税。下属分公司根据集团公司的总体目标，实行指标分解，层层落实，在公司的授权范围内，自主对外办理原材料（商品）采购、产（商）品销售、货款结算和各项收支活动，核算产品成本及经营成果。

该公司制定了《关联交易决策及实施制度》，对关联交易表决权、表决程序、关联股东和关联董事回避表决等事项作出了明确规定，以确保关联交易不损害公司自身利益。

在市场管理方面，该公司建立了《义乌国际商贸城商位使用权转让、转租管理规定》，建立并完善商位转让、转租流转机制，限制高价转租，维护市场的良性健康发展。根据有关政策规定，公司把商位分成三种类型：定向安排的商位、招投标的商位、定向招商的商位。公司按不同类型商位进行相应的转让、转租管理，其中，定向招商的商位不得转让、转租，以维持商贸城的品牌定位。

在工程管理方面，该公司从建设项目立项，到工程招标、合同管理、项目施工、建设资金和工程预决算、项目竣工验收等各个环节，均建立了相应的管理制度，并严格按制度执行。公司按项目投资额设立不同的管理机构，确保建设项目的顺利完成。

在内部审计方面，该公司建立了由董事会监管的两级审核机制。公司董事会下设审计委员会，公司财务部则负责公司内部审计工作。审计的内容包括集团公司和控股子公司年度经营业绩审计、财务管理及会计制度执行情况审计、公司或控股子公司高级管理者的离任审计和其他专

项审计等。通过实施规范的内部审计，在一定程度上降低了公司内部管理风险。

（四）公司经营状况

该公司经营的“义乌中国小商品城”在国内具有显著的品牌优势以及较高的市场地位，能得到当地政府有力的支持。近年来公司依托当地优越的商业环境及市场资源，发展市场经营主业及相关的贸易、酒店服务及会展广告等产业，能够形成协同效应。公司房地产项目已进入去库存阶段，但仍面临一定风险。受宏观经济下行及三公消费限制影响，公司酒店业务经营压力加大。

该公司以小商品市场经营为业务主体，自 2002 年以来不断建设、维护市场，促进市场繁荣，并主要通过收取商位租金获得收入。同时，公司围绕市场主体发展全方位服务，包括会展、酒店、电子商务和金融服务等，使经营业务协调发展。公司举办的 8 项品牌会展中 4 项被国家部委列为重点支持展会，以中国义乌国际小商品博览会为代表的会展激发了市场活力，提升了义乌品牌价值。公司旗下酒店围绕市场、会展、旅游发展，在当地具备一定的市场声誉。“义乌购”于 2012 年成功上线并入选浙江省电子商务提升发展试点平台，实现在线购买、3D 实景视频等功能。公司通过与国家商务部合作编制发布义乌中国小商品城指数、编制并实施《小商品分类与代码》标准，在一定程度上取得了全球小商品贸易定价、定标话语权。

图表 6. 公司最近 3 年营业收入构成分析（单位：亿元、%）

	2013 年		2014 年		2015 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
市场经营	22.08	66.82	20.54	59.72	20.06	58.03
商品销售	8.32	1.52	6.76	2.24	4.97	2.12
房地产	0.43	59.65	3.43	48.26	23.91	30.93
酒店服务	1.45	38.37	1.94	9.09	2.28	-2.26
展览广告	1.1	-14.45	1.11	-0.86	1.00	-2.87
其他	0.27	50.5	0.35	60.38	0.45	58.07
总计/综合	33.65	46.56	34.12	42.35	52.67	36.68

注：根据小商品城提供的数据整理

2013-2015 年，该公司营业收入分别为 36.55 亿元、38.43 亿元和 56.98 亿元，以市场经营和房地产业务为主要收入来源。2014 年，篁园市场和国际商贸城五区部分商位到期后续租租金分别下降 30.0%和 23.4%，导致年租金收入下降 1.80 亿元。2015 年，公司房地产项目进入销售回款阶段，

房地产收入猛增至 23.91 亿元，占比大幅提升。此外，公司酒店服务业务受三公消费限制、竞争加剧等因素影响，酒店经营业务表现疲弱。

1. 市场经营业务

该公司经营的义乌中国小商品城主要由国际商贸城（一区至五区）、篁园市场和生产资料市场等市场组成，租金按年收取。

目前，该公司国际商贸城由一至五区市场组成，其中，一区市场（国际商贸城一期工程）于 2002 年 9 月建成并投入使用，市场总面积 34.2 万平方米，设有仓储和餐饮区域，主要经营花类（仿真花）、玩具和饰品配件等；二区市场（国际商贸城二期一阶段工程）于 2004 年 10 月开业，市场总面积 56 万平方米，主要经营五金、电子、钟表等六大类商品；三区市场（国际商贸城二期二阶段工程）于 2005 年 10 月开业，市场总面积 46.2 万平方米，主要经营文化用品、办公学习、体育休闲用品和服装辅料等商品；四区市场（国际商贸城三期一阶段工程）于 2008 年 10 月开业，市场总面积 108 万平方米，主要经营袜类、日用百货、手套、帽类等 14 类商品；五区市场（国际商贸城三期二阶段工程）于 2011 年 4 月开业，市场总面积 64 万平方米，主营进口商品、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件等商品，目前，国际商贸城五区的商位入住率已接近 60%。

生产资料市场（一期一阶段工程）于 2013 年 11 月投入使用，主要经营商业物流设备、工业电气设备、印刷包装原材料、动力和发电设备、食品加工机械、印刷包装机械、织带机及注塑机、灯具和皮革原辅材料等。该项目用地面积约 29.6 万平方米，总建筑面积约 75 万平方米，预算总投资 22.81 亿元¹（包括土地成本 3.63 亿元），实际投入 24.18 亿元。目前，市场招商工作已完成 90% 以上。根据义乌市委办出台的《关于国际生产资料市场一期一阶段招商政策的实施意见》，市场培育期为 5 年，前 3 年按租金基准价格的四分之一收取，后 2 年按基准价格的二分之一收取。2014 年为生产资料市场投入运营的第一年，平均租金为每年 221 元/平方米，明显低于成熟市场。目前，市场招商工作已完成 90% 以上。

篁园市场包括主体市场与配套星级酒店两个部分，总面积达 36 余万平方米，其中主体市场于 2011 年 4 月开业。篁园市场的主体市场定位为专业服装市场，由地上 8 层和地下 1 层组成，首批入场商户 89 户，其中

¹因 2011 年 5 月义乌国际贸易综合改革试点获批，应义乌市政府试点要求和义乌市场转型升级需要，对义西国际生产资料市场的建设方案进行调整，建设规模由原来的 50 万平米调整至 73.94 万平米，项目总投资由原来的 19 亿元，调整至 22.8 亿元，增加 3.8 亿元。

82 家商户从 2013 年 12 月 23 日起正式对外试营业，目前出租率约为 92.5%。

宾王市场始建于 1995 年 11 月 29 日，主营服装、针织内衣、皮革、纺织品、床上用品、衬衫，出版物和数码产品等 8 大类商品。由于公司计划将宾王市场改建为城市商业综合体，原有的经营户已搬迁至国际商贸城五区和篁园市场内。

该公司的市场经营业务包括商铺出租、物业管理及其他配套服务，业务收入主要为商位使用费。公司的商位出租分为定向安排、定向招商和招投标三种模式，针对的商户和收取的商位费均不相同。定向安排类主要是为从老市场和当地自营商铺自愿搬迁进入小商品城的商户而安排，合同期一般为 5 年，其商位使用费以政府指导价（计划价）为准，价格远低于市场价格；定向招商针对名、特、优产品及优势企业，主要是设立企业直销中心，合同期一般为 1 年；招投标类针对的商户没有特别要求，合同期一般为 2 年或 5 年（3+2）。

2013-2015 年，该公司市场经营业务收入分别为 22.08 亿元、20.54 亿元和 20.06 亿元；毛利率分别 66.82%、59.72%和 58.03%，整体经营情况随宏观经济弱化，盈利下滑。2014 年，国际商贸城五区和篁园市场原三年期商位的使用权到期后，为维护市场繁荣度，公司对租金方案进行了调整，调整后的基准价较原基准价分别下降 30.0%和 23.4%。据公司测算，续租后国际商贸城五区市场和篁园市场年租金收入下降 1.80 亿元，是当期市场经营业务收入同比下滑的主要因素。

图表 7. 公司商铺出租情况（单位：个、万平方米、元/平方米/年）

市场名称	总商位数	可出租面积	已租计划价商位		已租市场价商位		平均商位租金	
			商位数	面积	商位数	面积	计划价	市场价
篁园市场	5,188	8.33	4,863	7.86	87.5	0.12	1,798	4,819
宾王市场	271	1.48	191	1.01	--	--	639.5	--
国际商贸城一区	9,329	13.28	5,915	8.14	3,414	4.88	2,545	3,689
国际商贸城二区	7,897	16.12	5,827	13.04	2,037	2.97	1,590	3,970
国际商贸城三区	6,888	14.50	5,296	11.61	1,518	2.68	1,585	2,804
国际商贸城四区	22,097	27.52	12,777	19.65	3,029	5.09	2,587	5,427
国际商贸城五区	6,850	13.44	4,941	12.79	225	0.34	1,408	3,670
进口馆	374	3.43	376	3.26	--	--	295	--
生产资料市场	4,290	25.81	3,255	20.45	--	--	221	--
合计	63,184	123.90	49,592	97.50	10,126	13.56		

资料来源：小商品城（截至 2016 年末）

目前该公司在建的市场类项目主要为海城义乌中国小商品城（一期）项目。该项目位于辽宁海城，工程建筑总面积约 67 万平方米，项目总投资 44.12 亿元，至 2015 年末累计投入 16.84 亿元。海城义乌小商品城项目是公司首次在义乌以外建设小商品市场，投资运营风险需持续关注。

图表 8. 公司在建市场投资情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	至 2015 年末累计投入	预计竣工时间
海城义乌小商品城（一期）项目	44.12	16.84	2016 年 5 月底
合计	44.12	16.84	

资料来源：小商品城

此外，该公司外国人服务中心工程也正在建设当中。该项目位于银海路与福田路交叉口，总用地面积 2.48 万平方米，总建筑面积 12.39 万平方米，由一幢 25 层办公楼与五层裙房组成，地下三层车库。项目于 2013 年 3 月开工，概算投资 6.96 亿元，截至 2015 年末已投入 3.86 亿元。项目建成后该项目将用于外商接待。

2. 房产开发业务

该公司的房地产业务主要由子公司商城房产以及各项目公司负责经营，商城房产拥有国家一级房地产开发资质。

截至 2015 年末，该公司在开发的房地产项目有 5 个，计划总投资合计 167.25 亿元，截至 2015 年末累计投入 95.69 亿元，后续仍有一定资本支出压力。杭州东城印象公寓项目已于 2014 年建设完成，浦江绿谷项目以低密度住宅为主，南昌茵梦湖项目位于江西省南昌县境内，距南昌市中心区约 30 公里，目前仍处于规划阶段，前期投入主要为土地成本。

图表 9. 公司房地产开发业务在建项目概况（单位：亿元，万平方米）

项目名称	物业类型	建设起止年限	计划总投资*	至 2015 年末已投入
荷塘月色	住宅、商业	2011-2015	44.87	34.78
杭州钱江新城	住宅	2011-2017	30.08	22.59
南昌凤凰印象	住宅、商业	2012-2016	15.94	11.99
浦江绿谷项目	住宅、商业	2014-2017	33.08	11.72
南昌茵梦湖项目	住宅、商业	2014-2018	43.28	14.61
合计			167.25	95.69

资料来源：小商品城
*全部为自有资金

截至 2015 年末，该公司在售项目可售面积合计为 172.05 万平方米，已累计销售 63.55 万平方米。随着房地产市场景气度衰退，后续房源的销售压力加大，公司面临的资金回笼风险有所上升。公司项目预计将在 2018 年以前陆续交付完成。

图表 10. 公司房地产项目销售情况 (单位: 亿元, 万平方米)

项目名称	可供销售面积	至 2015 年末累计销售面积 (含预售)	至 2015 年末累计回笼资金 (含预售)	销售均价
杭州东城印象公寓	3.55	2.82	7.01	2.59
荷塘月色	39.58	28.64	34.98	1.36
杭州钱江新城	8.95	8.57	35.31	4.2
南昌凤凰印象	21.76	10.07	8.23	0.99
浦江绿谷项目	43	13.45	11.13	0.84
南昌茵梦湖项目	55.21	0	-	-
合计	172.05	63.55	96.66	-

资料来源: 小商品城

受开发项目周期性影响, 该公司房地产业务收入呈现一定的波动。2013-2015 年, 公司房地产业务收入分别为 0.43 亿元、3.43 亿元和 23.91 亿元。其中, 2015 年公司在售项目均有交付, 带动当年房地产业务收入显著增加。

该公司房地产业务占用资金规模较大, 在三线城市及部分二线城市房地产市场仍面临较大库存压力的情况下, 房地产项目投资回报仍存在不确定因素。总体上看, 公司房地产业务已进入去库存阶段, 但面临一定投资风险。

3. 酒店服务业务

该公司现有海洋酒店、银都酒店、义乌博览皇冠假日酒店 (简称“皇冠假日酒店”) 和新篁园市场配套酒店 (即“新商城宾馆”) 4 家酒店, 其中海洋酒店及银都酒店为四星级, 皇冠假日酒店和新商城宾馆目前未评定星级。

近年来, 该公司酒店业务的经营压力有所加大。政府消费限制、区域酒店业竞争加剧等因素对酒店客流造成一定的不利影响, 入住率和平均房价都出现了不同程度的下滑。

图表 11. 公司酒店服务业务经营状况 (单位: 间、元/间、%)

酒店名称	2014 年		2015 年	
	平均房价	平均入住率	平均房价	平均入住率
海洋酒店	525.65	60.16	467.96	55.79
银都酒店	435.65	67.99	419.75	68.37
皇冠假日酒店	534.6	25.67	527.73	34.92
新商城宾馆	--	--	426.07	38.6
幸福湖国际会议中心	553.8	33.44	511.13	39.76

资料来源: 小商品城

2013-2015 年度, 公司酒店业务实现收入 1.45 亿元、1.94 亿元和 2.28 亿元, 毛利率分别为 38.37%、9.09%和-2.26%。公司酒店业务收入大幅增长但毛利率同比显著下滑, 主要是 2014 年新投入的皇冠假日酒店及新

商城宾馆成本费用率偏高所致。其中，皇冠假日酒店采用委托管理方式交由假日酒店（中国）有限公司运营，其所在的幸福湖国际会展中心周边的基础设施尚未完全成熟，何时能实现盈亏平衡具有较大不确定性。另外，公司与股东市场集团签订了委托协议，代为管理市场集团持有的幸福湖国际会议中心，运营情况较为稳定。

图表 12. 公司酒店服务业务经营状况（单位：间、元/间、%）

酒店名称	2014 年		2015 年	
	营业收入	营业净利润	营业收入	营业净利润
海洋酒店	6,459.58	724.08	5,537.07	262.17
银都酒店	7,688.82	1,256.71	7,256.90	1,134.80
皇冠假日酒店	5,395.48	-7,617.45	6,233.73	-5,836.79
新商城宾馆	-	-	4,344.09	-4,808.68
幸福湖国际会议中心	9,153.77	678.09	10,407.29	-6,989.72

资料来源：小商品城

总体上，该公司酒店经营业务受三公消费限制等政策影响较大，经营将持续承压。

4. 其他业务

该公司其他业务包括商品贸易、电子商务和征信等，经营规模不大，对公司整体盈利状况影响非常有限。

该公司的商品销售业务由子公司浙江义乌中国小商品城贸易有限责任公司（简称“商城贸易”）经营。商城贸易成立于 2002 年，是义乌市规模最大的专业外贸公司之一，其经营业务以代理为主，客户网络已遍布全球 130 多个国家和地区，其中以亚洲的业务量最大。2013-2015 年，公司分别实现商品销售收入 8.32 亿元、6.76 亿元和 4.97 亿元；但代理业务毛利率很低，同期分别为 1.52%、2.24%和 2.12%，对公司整体利润的贡献很小。

该公司征信业务由义乌中国小商品城征信有限公司（简称“商城征信”）负责运营。商城增信于 2014 年 12 月底取得征信牌照，2015 年初形成了以政府数据、小商品城市场数据以及电商数据为核心的数据体系，以及以企业信用记录、电商信用档案为雏形的信用产品。商城征信经营规模很小，但作为商城管理、服务的一部分，有利于小商品城的品牌化和信息化。

该公司依托电商平台，建立线上线下融合框架，结合品牌、管理、资本等其他措施实行“走出去”战略。公司控股的义乌购网站（www.yiwugou.com）是依托小商品市场实体店铺搭建的线上线下 B2R 电商平台，具有店铺全景展示、商品浏览和交易撮合等功能。截至 2015

年末，该平台上线商品总数已达到 320 万种，日访问量达到 350 万 PV。公司电商平台目前仍处于培育期，对公司短期业绩的影响有限。但电商大平台的建设对于公司今后的战略转型升级具有重大意义，未来的盈利模式也有望更加多元化。

（五）公司财务质量

安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2013-2015 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定（统称“企业会计准则”）。

截至 2015 年末，该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 296.28 亿元，所有者权益为 99.11 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 94.73 亿元）；2015 年度实现营业收入 56.98 亿元，实现净利润 6.63 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 6.88 亿元）。

截至 2016 年 3 月末，该公司合并会计报表口径资产总额为 283.75 亿元，所有者权益为 100.34 亿元（其中归属于母公司所有者权益为 95.95 亿元）；2016 年第一季度实现营业收入 11.11 亿元，实现净利润 2.08 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 2.11 亿元）。

2015 年，该公司房地产项目大量出售，经营性现金净流入大幅增加。公司偿还了相当规模的短期刚性债务，即期偿债压力减小，刚性债务规模缩减。

六、公司财务分析

（一）公司盈利能力

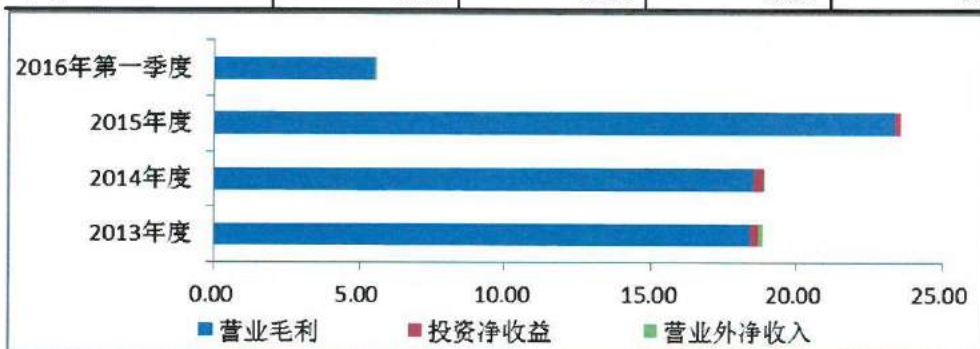
该公司的各项主业经营业绩总体良好，盈利能力强。受宏观环境影响，近年公司市场经营及酒店业务盈利能力有所弱化，但 2015 年房地产业务进入去库存阶段，盈利能力有所上升。

该公司盈利主要来自营业毛利，盈利能力较强。2013-2015 年，公司综合毛利率水平分别为 50.31%、48.15%和 40.99%，盈利能力有所弱化但仍保持在较高水平。公司市场经营业务大部分为长期商位出租，租金收入来源有一定保障，毛利水平较为稳定。随着公司房地产项目的陆续交付，公司房地产业务收入、毛利均大幅增加。但公司酒店业务受

市场需求下降影响，盈利能力趋弱。

图表 13. 公司盈利来源及构成分析 (单位: 亿元)

项目	2013 年度	2014 年度	2015 年度	2016 年 第一季度
营业毛利	18.39	18.51	23.36	5.49
投资净收益	0.27	0.32	0.20	0.02
营业外净收入	0.16	0.01	-0.18	0.05
合计	18.82	18.83	23.38	5.56



资料来源: 市场集团

2013-2014 年, 该公司期间费用率迅速上升, 费用控制能力出现一定程度的下降, 其原因有二: 一是商铺的租赁合同期较长, 而新投入运营的商贸市场和酒店等经营场所固定费用较高但使用率较低, 尚未产生规模效益, 导致收入与费用增长速率不匹配; 二是经营场所的快速扩张及融资规模的扩大导致公司人力成本及融资成本不断上升, 经营压力有所加大。2015 年, 受益于公司房地产业务收入大幅增长, 期间费用率降至 17.26%。

图表 14. 公司期间费用变化情况 (单位: 亿元、%)

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 第一季度
销售费用	1.11	1.96	2.40	0.30
管理费用	4.47	4.73	3.83	0.98
财务费用	2.26	4.71	3.61	0.47
期间费用	7.84	11.39	9.84	1.75
期间费用率	21.45	29.64	17.26	15.76

注: 根据小商品城提供的数据绘制

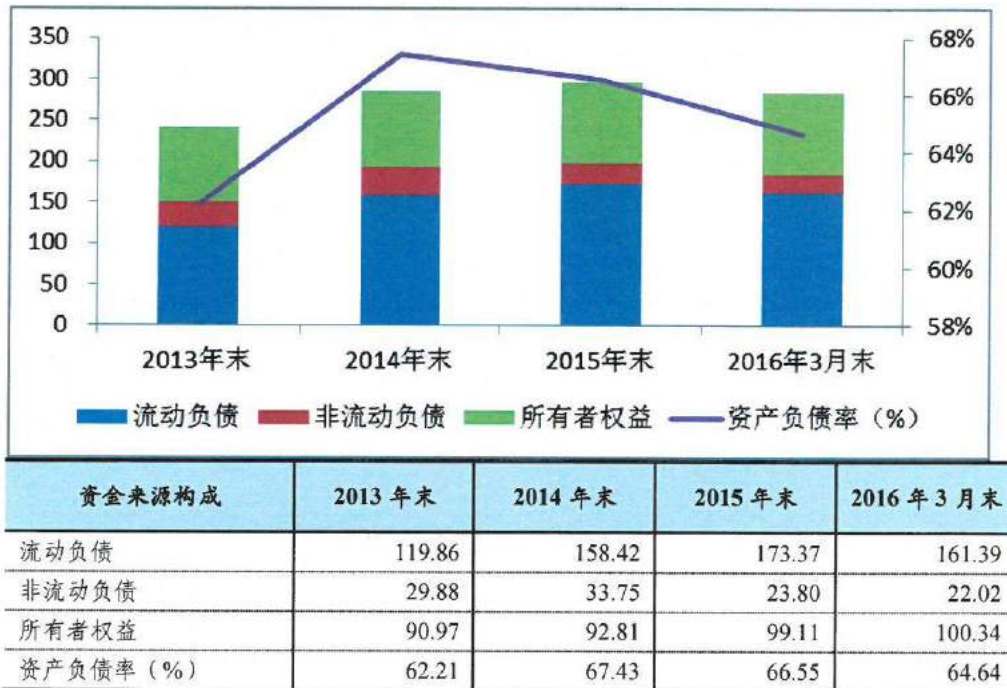
2013-2015 年, 该公司净利润分别为 7.08 亿元、4.06 亿元和 6.63 亿元, 总资产报酬率分别为 5.79%、3.89%和 4.62%, 净资产收益率分别为 8.15%、4.42%和 6.91%。2015 年公司房地产业务盈利上升, 但整体盈利能力尚未回升至 2013 年水平。

（二）公司偿债能力

该公司负债经营程度适中，2015 偿还了部分短期债务，目前负债以预收款项为主。公司良好的现金回笼能力可为到期债务的偿付提供较强保障。公司资产流动性较高、资产质量较好，但存货占比仍然较大，将继续面临一定的去库存压力。

1. 债务分析

图表 15. 公司财务杠杆水平变化趋势（单位：亿元）



资料来源：小商品城

该公司债务一直以流动负债为主，2013-2015 年末公司流动负债分别为 119.86 亿元、158.42 亿元和 173.37 亿元。公司流动负债以短期刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主，2015 年末分别为 38.60 亿元、10.96 亿元、111.84 亿元和 8.75 亿元，合计占流动负债的 98.14%。公司负债构成与其核心业务相关性高，其中应付账款主要包括房地产项目应付款 53.93 亿元和市场及配套工程项目应付款 43.74 亿元；预收款项主要为商位使用费 43.35 亿元和预收购房款 67.11 亿元；其他应付款主要为商户的押金及保证金 61.33 亿元。截至 2015 年末，公司发行的短期融资券和超短融余额合计 16.98 亿元，全部计入其他流动负债核算。

该公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2015 年末，公司长期借款余额为 17.17 亿元，较年初增加 1.81 亿元；应付债券余额为 4.99 亿元，主要为发行的中期票据。

2015年，该公司偿还了部分短期刚性债务，融资规模明显缩小，但未来几年融资需求仍较大。

图表 16. 公司刚性债务构成分析 (单位: 亿元)



资料来源: 小商品城

该公司借款的承债主体为公司本部，借款方式主要为信用和保证借款。2015年末，公司银行借款合计为 25.75 亿元，较年初减少 12.03 亿元，其中，保证借款增加 0.62 亿元，信用借款减少 13.86 亿元，抵押借款增加 1.21 亿元。

图表 17. 公司银行借款情况 (单位: 亿元)

	项目	保证借款	信用借款	抵押借款	合计
2013 年末	短期借款	3.45	34.36	4.50	42.31
	一年内到期的长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
	长期借款	6.42	0.00	4.00	10.42
	合计	9.87	34.36	8.50	52.73
2014 年末	短期借款	4.06	16.06	0.00	20.12
	一年内到期的长期借款	0.90	0.00	1.40	2.30
	长期借款	10.00	0.00	5.36	15.36
	合计	14.96	16.06	6.76	37.78
2015 年末	短期借款	5.63	1.80	0.00	7.43
	一年内到期的长期借款	1.15	0.00	0.00	1.15
	长期借款	8.80	0.40	7.97	17.17
	合计	15.58	2.20	7.97	25.75

资料来源: 小商品城

截至 2015 年末，该公司尚未结清的对外担保金额为人民币 37.77 亿元，其中 28.29 亿元系为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保²，公司历史上未发生过与此类担保有关的损失；0.35 亿元系为参股子公司义乌市惠商小额贷款股份有限公司向义乌农村合作银行申请授信额度提供保证担保；8.82 亿元为按比例向合作方滨江商博提供的银行贷款连带责任保证担保，义乌市国有资本运营中心为该笔担保提供反担保。公司担保金额不大，潜在风险较小。

公司过往债务履约情况

根据该公司提供的 2016 年 2 月 23 日人行征信系统《企业信用报告》，未发行公司存在信贷违约记录。根据公开市场信息，未发现公司存在违约记录。

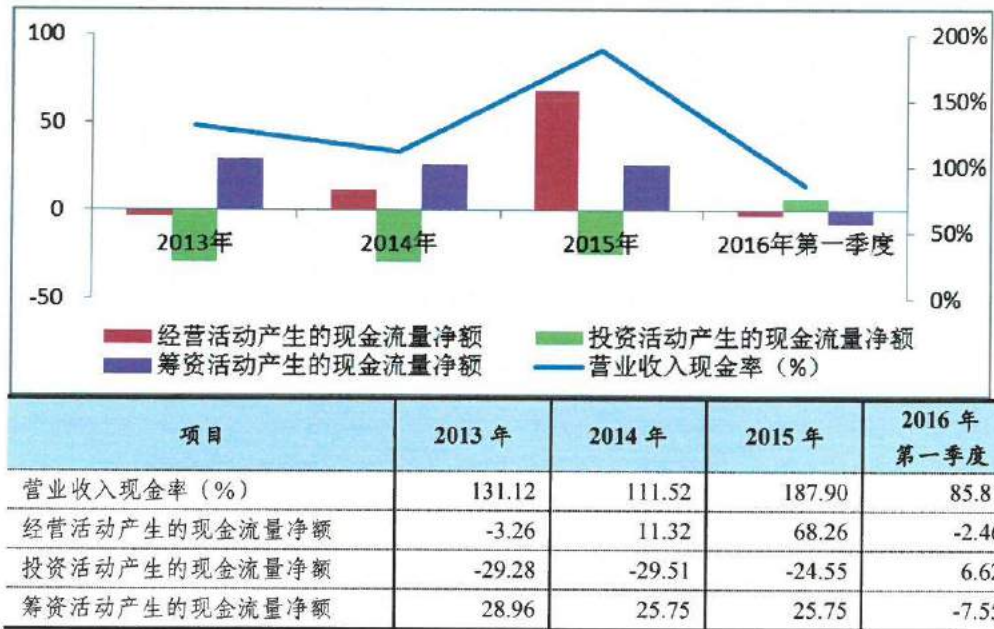
2. 现金流分析

该公司市场经营业务采取预收租金的经营方式，房地产开发业务采取预售制，酒店服务业务及其他业务基本为现金结算，主营业务的现金获取能力强。2013-2015 年，公司营业收入现金率分别为 131.12%、111.52% 和 187.90%，经营环节现金流净额分别为-3.26 亿元、11.32 亿元和 68.26 亿元。其中，2015 年公司房地产项目开始销售，现金回笼较多导致经营环节现金净流入大幅增长。

近年来，由于该公司不断新建和改造市场及其配套设施，投资活动现金处于净流出状态。2013-2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-29.28 亿元、-29.51 亿元和-24.55 亿元，主要投资项目包括外商中心、一期市场扩建、江西商博、义西配套和海城市场等项目。由此产生的资金缺口主要通过筹资活动弥补，同期筹资环节现金净流量分别为 28.96 亿元、25.75 亿元和-51.70 亿元。

² 根据行业惯例，该公司销售商品房在承购人尚未办理完房屋产权证之前，需为其向银行提供抵押贷款担保。

图表 18. 公司现金流量分析 (单位: 亿元)



资料来源: 根据小商品城所提供资料整理、绘制。

2013-2015年, 该公司 EBITDA 分别为 18.09 亿元、17.62 亿元和 21.08 亿元。2015 年公司偿还了部分短期刚性债务, 债务规模及利息支出金额得到控制, EBITDA 对债务的覆盖程度有所回升。公司房地产业务回款增加, 经营性现金净流量对债务的覆盖程度大幅提高。

图表 19. 公司现金流对债务覆盖情况

项目	2013年	2014年	2015年
EBITDA/利息支出(倍)	5.85	3.51	4.46
EBITDA/刚性债务(倍)	0.33	0.20	0.26
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	-3.19	8.14	41.15
经营性现金净流入与负债总额比率(%)	-2.61	6.62	35.07

资料来源: 小商品城

3. 资产质量分析

该公司每年均有一定的盈利, 经营积累逐年增长; 2015 年 5 月公司完成送股, 股本规模进一步扩大。截至 2015 年末, 公司所有者权益为 99.11 亿元。其中股本、资本公积 (主要为股本溢价) 和盈余公积分别为 54.43 亿元、14.68 亿元和 8.10 亿元, 资本结构较稳定。截至 2015 年末, 公司资产总额为 296.28 亿元, 较上年末增加 11.30 亿元。

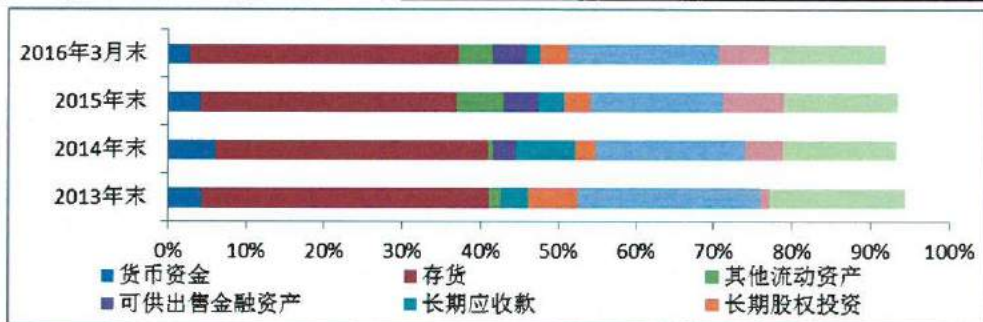
截至 2015 年末, 该公司流动资产为 131.91 亿元, 主要包括存货、其他流动资产和货币资金, 规模合计为 127.10 亿元, 占流动资产总额的 96.35%。其中, 存货 96.83 亿元, 主要为房地产项目; 其他流动资产 18.07

亿元，主要为 12.40 亿元银行理财产品，其余为市场商户委托贷款；货币资金 12.20 亿元。公司应收利息 2.04 亿元，主要为向滨江商博、义乌商旅提供财务资助的资金占用费；其他应收款 1.10 亿元，主要为应收出口退税款等。

2015 年末，该公司流动比率和速动比率分别为 76.09%和 19.73%。由于公司流动负债中预收账款余额大，其实际资产流动性优于账面指标反映的水平。

图表 20. 公司核心资产分布及变化趋势 (单位: 亿元)

项目	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年 3 月末
货币资金	10.12	17.17	12.20	7.89
存货	88.68	99.27	96.83	97.32
其他流动资产	3.75	2.03	18.07	12.36
可供出售金融资产	-	7.96	13.12	11.92
长期应收款	8.29	21.74	9.73	5.73
长期股权投资	15.17	7.70	10.12	9.88
固定资产	57.06	55.32	50.60	55.29
在建工程	2.71	13.20	23.40	17.95
无形资产	41.43	41.42	42.73	42.41



资料来源: 小商品城

截至 2015 年末，该公司非流动资产 164.37 亿元，主要包括可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程和无形资产，金额合计为 149.70 亿元，占非流动资产的 91.08%。公司其中，可供出售金融资产和长期股权投资为公司持有的上市公司股权、股权投资基金等，余额分别为 13.12 亿元和 10.12 亿元；长期应收款 9.73 亿元，主要是应收滨江商博和义乌商旅的财务资助款³；固定资产净额 50.60 亿元，主要由房屋建筑物和通用设备构成；在建工程 23.40 亿元，包括外商中心、一期市场扩建、江西商博、义西配套和海城市场等项目；无形资产净额为 42.73 亿元，主要为土地使用权。2015 年末，公司投资性房

³该公司向滨江商博提供总额不超过人民币 22 亿元的财务资助，授权期为自 2013 年 10 月 9 日起 24 个月内依据滨江商博实际需要给付；向义乌商旅提供总额不超过人民币 3.43 亿元的财务资助，资助还款期限根据项目进展确定。公司目前持有滨江商博、义乌商旅各 49%的股权。

地产 5.73 亿元，主要为经营的市场；长期待摊费用 3.54 亿元，主要为房屋建筑物装饰；其他非流动资产 1.38 亿元，全部为预付土地出让金。

整体上，该公司资产流动性较高，资产质量较好，但存货占比仍然较大，将继续面临一定的去库存压力。

七、公司抗风险能力/外部支持

（一）自身抗风险能力

该公司具备品牌优势和协同发展优势，可获得一定政府支持，市场经营业务现金获取能力强。

该公司经营的义乌中国小商品城是我国最大的小商品出口基地，在国际、国内均拥有很高的知名度，公司市场经营业务品牌及市场地位优势明显。

该公司以市场经营为核心，协同发展相关的贸易、宾馆、酒店、房地产、广告会展等业务，形成了资源共享、联动发展的盈利模式，有效增强了公司综合竞争力。

该公司经营的小商品市场包括了义乌市三大市场，其经营、建设贯穿义乌市经济发展始终，与义乌市“兴商建市”的发展战略高度一致。公司能够得到一定的政策支持。

该公司市场经营采取预收租金的经营方式，经营性现金流如充足、稳定，现金获取能力强。

（二）外部支持

该公司与各银行保持了良好的合作关系。截至 2015 年末，公司获得的银行授信额度合计为 122.20 亿元，其中未使用额度 96.45 亿元，财务弹性较大。

八、本次债券偿付保障分析

（一）盈利保障分析

该公司主营业务盈利能力较强，2013-2015 年综合毛利率水平分别为 50.31%、48.15%和 40.99%，同期分别实现净利润 7.08 亿元、4.06 亿元

和 6.63 亿元，是本期债券的基础偿债保障。

（二）偿债资金来源保障分析

该公司主业现金回笼能力较强，2013-2015 年营业收入现金率分别为 131.12%、111.52%和 187.90%，同期销售商品、提供劳务收到的现金分别为 47.92 亿元、42.86 亿元和 107.07 亿元，经营性现金净流量分别为-3.26 亿元、11.32 亿元和 68.26 亿元。充足的现金流可提供一定的偿债保障。

九、结论

该公司经营的“义乌中国小商品城”在国内具有较显著的品牌优势和市场地位，小商品交易市场的经营与会展、酒店等业务协同发展，能得到当地政府的有力支持，综合竞争力较强。

在外需疲软、国内生产成本上升的背景下，该公司主营的小商品市场经营业务面临较大压力；国内政策对“三公”消费的进一步限制、酒店同业竞争的加剧亦对公司酒店经营造成压力。另外，公司房地产项目已进入销售阶段，但仍面临一定去库存压力。

该公司负债经营程度适中，债务以预收款项为主，且 2015 年偿还部分短期债务后刚性债务规模下降。公司现金流获取能力强，市场经营及酒店业务盈利能力有所弱化，但房地产业务盈利提升，总体盈利能力仍处于较好水平。公司主营业务良好的现金回笼能力可为债务的偿付提供较强保障。

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，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

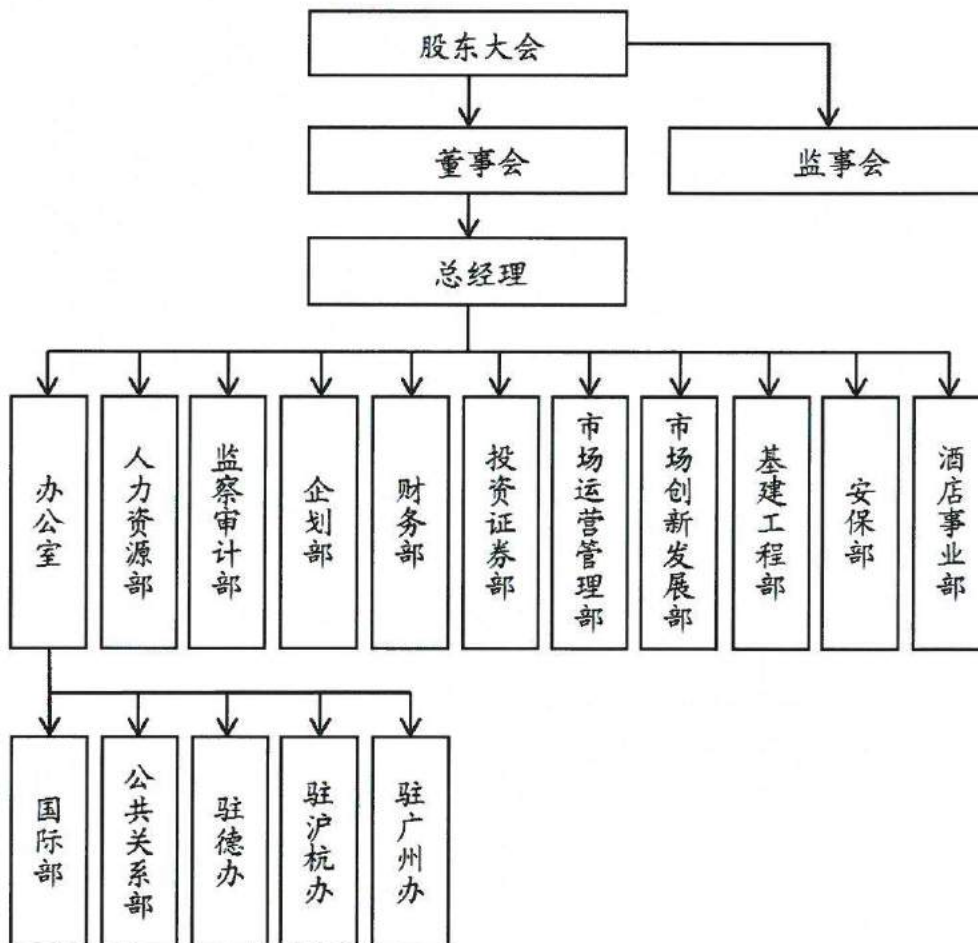
公司与实际控制人关系图



注：根据小商品城提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据小商品城提供的资料绘制（截至2016年3月末）

附录三:

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司持股比例 (%)	主营业务	2015年(末)主要财务数据(亿元)					备注
全称	简称			资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金流量净流入量	
浙江中国小商品城集团股份有限公司	小商品城	-	市场经营	296.28	99.11	56.98	6.63	68.26	
义乌中国小商品城房地产开发有限公司	商城房产	100.00	房地产开发及销售	53.47	7.38		-0.48		
浙江义乌中国小商品城贸易有限责任公司	商城贸易	71.60	货物进出口及商品批发等	1.72	0.36		0.02		
浙江商博置业有限公司	浙江商博	100.00	房地产开发及销售	2.76	1.45		0.18		
江西商博置业有限公司	江西商博	100.00	房地产开发及销售	11.74	1.25		1.02		
浦江绿谷置业有限公司	浦江绿谷	100.00	房地产开发及销售	17.29	6.80		-0.1		
南昌茵梦湖置业有限公司	茵梦湖置业	75.00	房地产开发及销售	14.40	13.54	0.01	-0.34		
杭州滨江商博房地产开发有限公司	滨江商博	49	房地产开发及销售	55.67	3.89	0.00	-0.03		
海城义乌中国小商品城投资发展有限公司	海城公司	95	海城义乌小商品城	19.53	5.56	0.00	-0.14		

注: 根据小商品城 2015 年度审计报告附注整理

附录四：

公司主业涉及的经营主体及其概况

名称		母公司持股比例 (%)	主营业务	备注
全称	简称			
义乌中国小商品城房地产开发有限公司	商城房产	100	房地产开发	浙江义乌
浙江义乌中国小商品城贸易有限责任公司	商城贸易	71.6	货物进出口及商品批发	浙江义乌
浙江商博置业有限公司	商博置业	100	房地产开发	浙江杭州
义乌中国小商品城物流配送有限公司	商城物流	100	普通货运及货物仓储	浙江义乌
义乌市商城工联置业有限公司	工联置业	100	房地产开发	浙江义乌
义乌市中国小商品城物业服务有限公司	商城物业	60	物业服务及园林绿化	浙江义乌
义乌中国小商品城展览有限公司	商城展览	100	会展服务	浙江义乌
义乌国际小商品博览会有限公司	商城博览会公司	100	会展服务	浙江义乌
浙江义乌中国小商品城广告有限责任公司	商城广告公司	100	设计、制作及发布代理国内各类广告	浙江义乌
义乌中国小商品城信息技术有限公司	商城信息公司	100	计算机及多媒体软件开发	浙江义乌
义乌中国小商品城本外币兑换有限公司	商城兑换公司	100	本外币兑换	浙江义乌
江西商博置业有限公司	江西商博	100	房地产开发	江西南昌
杭州商博南星置业有限公司	杭州商博	100	房地产开发	浙江杭州
义乌中国小商品城支付网络科技有限公司	商城网科	66.7	计算机及多媒体软件开发	浙江义乌
浦江绿谷置业有限公司	绿谷置业	100	房地产开发	浙江浦江
义乌中国小商品城征信有限公司	商城征信	85	征信服务	浙江义乌
海城义乌中国小商品城投资发展有限公司	海城投资	95	房地产开发	辽宁海城
浙江义乌购电子商务有限公司	义乌购公司	51	电子商务	浙江义乌
南昌茵梦湖置业有限公司	茵梦湖置业	75	房地产开发	江西南昌

注：根据小商品城2014年年度报告附注整理

附录五：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2013年	2014年	2015年	2016年 第一季度
资产总额 [亿元]	240.70	284.98	296.28	283.75
货币资金 [亿元]	10.12	17.17	12.20	7.89
刚性债务[亿元]	71.64	104.08	60.76	53.62
所有者权益 [亿元]	90.97	92.81	99.11	100.34
营业收入[亿元]	36.55	38.43	56.98	11.11
净利润 [亿元]	7.08	4.06	6.63	2.08
EBITDA[亿元]	18.09	17.62	21.08	—
经营性现金净流入量[亿元]	-3.26	11.32	68.26	-2.46
投资性现金净流入量[亿元]	-29.28	-29.51	-24.55	6.62
资产负债率[%]	62.21	67.43	66.55	64.64
长期资本固定化比率[%]	112.78	128.95	133.73	129.06
权益资本与刚性债务比率[%]	126.98	89.17	163.12	187.14
流动比率[%]	87.12	76.87	76.09	77.97
速动比率 [%]	13.00	14.06	19.73	15.49
现金比率[%]	8.44	10.84	7.04	4.89
利息保障倍数[倍]	3.97	2.03	2.84	—
有形净值债务率[%]	335.50	414.80	373.14	338.15
营运资金与非流动负债比率[%]	-51.68	-108.57	-174.20	-161.49
担保比率[%]	—	8.01	38.04	—
应收账款周转速度[次]	52.72	46.11	65.07	—
存货周转速度[次]	0.25	0.21	0.34	—
固定资产周转速度[次]	0.71	0.68	1.08	—
总资产周转速度[次]	0.17	0.15	0.20	—
毛利率[%]	50.31	48.15	40.99	49.38
营业利润率[%]	25.38	14.14	17.00	25.61
总资产报酬率[%]	5.79	3.89	4.62	—
净资产收益率[%]	8.15	4.42	6.91	—
净资产收益率*[%]	8.35	4.67	7.53	—
营业收入现金率[%]	131.12	111.52	187.90	85.81
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-3.19	8.14	41.15	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-2.61	6.62	35.07	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-31.91	-13.07	26.35	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-26.03	-10.64	22.45	—
EBITDA/利息支出[倍]	5.85	3.51	4.46	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.33	0.20	0.26	—

注：表中数据依据小商品城经审计的 2013-2015 年及未经审计的 2016 年第一季度财务数据整理、计算。

附录六:

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[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]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[期初所有者权益合计+期末所有者权益合计]/2]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计]/2]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初流动负债合计+期末流动负债合计]/2]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[期初负债总额+期末负债总额]/2]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录七：

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、CCC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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级	含义	
投资级	AAA级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C级	不能偿还债券本息。

注：除AAA级，CCC级以下等级外，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。