



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪223号

义乌市国有资本运营有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“义乌市国有资本运营有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）”和“义乌市国有资本运营有限公司2017年公开发行公司债券（第二期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；维持上述债券信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年五月二十三日

义乌市国有资本运营有限公司 2017年公开发行公司债券（第一期、第二期）跟踪评级报告（2019）

| | | | |
|--------|--|------------------------------------|------------|
| 债券名称 | 义乌市国有资本运营有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）（品种一、品种二） | | |
| 债券简称 | 17义乌01、17义乌02 | | |
| 债券代码 | 143311、143312 | | |
| 发行规模 | 人民币19亿元、人民币2亿元 | | |
| 存续期限 | 2017/9/22-2022/9/22 | | |
| 上次评级时间 | 2018/6/15 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA ⁺ AA ⁺ | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA ⁺ AA ⁺ | 评级展望 稳定 |

| | | | |
|--------|---------------------------------|------------------------------------|------------|
| 债券名称 | 义乌市国有资本运营有限公司2017年公开发行公司债券（第二期） | | |
| 债券简称 | 17义乌03 | | |
| 债券代码 | 143410 | | |
| 发行规模 | 人民币9亿元 | | |
| 存续期限 | 2017/11/21-2022/11/21 | | |
| 上次评级时间 | 2018/6/15 | | |
| 上次评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA ⁺ AA ⁺ | 评级展望 稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 主体级别 | AA ⁺ AA ⁺ | 评级展望 稳定 |

概况数据

| 义乌市国资 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|---------------|--------|----------|----------|----------|
| 所有者权益（亿元） | 321.58 | 357.77 | 418.68 | 422.56 |
| 总资产（亿元） | 983.93 | 1,324.98 | 1,545.06 | 1,631.95 |
| 总债务（亿元） | 418.66 | 756.50 | 845.37 | 943.10 |
| 营业总收入（亿元） | 108.69 | 166.54 | 78.88 | 17.76 |
| 营业毛利率（%） | 31.03 | 15.98 | 18.97 | 23.63 |
| EBITDA（亿元） | 37.58 | 49.58 | 40.63 | - |
| 所有者权益收益率（%） | 3.45 | 3.00 | 1.29 | 0.32 |
| 资产负债率（%） | 67.32 | 73.00 | 72.90 | 74.11 |
| 总债务/EBITDA（X） | 11.14 | 15.26 | 20.81 | - |
| EBITDA利息倍数（X） | 2.62 | 2.29 | 1.63 | - |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、短期债务中包含其他应付款、其他流动负债科目中带息部分，长期债务中包含长期应付款中带息部分；
3、公司2019年一季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

2018年，义乌市经济实力进一步增强，为义乌市国有资本运营有限公司（以下简称“义乌国资”或“公司”）经营提供了良好的外部环境；公司整体定位明确，业务发展较有保障，同时公司主要承担的棚户区改造项目均签订政府购买服务协议，项目回购资金列入义乌市财政，整体经营状况较好，偿债风险可控。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司部分业务毛利率下滑、未来资本支出压力较大、总债务增长速度较快、经营活动净现金流呈大额流出状态等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

综上，中诚信证评维持义乌国资主体信用等级AA⁺，评级展望稳定；维持“义乌市国有资本运营有限公司2017年公开发行公司债券（第一期）”和“义乌市国有资本运营有限公司2017年公开发行公司债券（第二期）”信用等级AA⁺。

正面

- 逐步增强的区域经济实力。近年来，金华市和义乌市经济保持稳定增长，2016-2018年，金华市实现地区生产总值（GDP）分别为3,635.01亿元、3,870.22亿元和4,100.23亿元，同期义乌市实现地区生产总值（GDP）分别为1,118亿元、1,158亿元和1,248亿元，义乌市拥有发达的商贸市场和较强的轻工业制造实力，经济实力不断增强，为公司发展提供了良好的外部环境。
- 市场经营业务品牌优势显著。公司下属小商品城是我国最大的商品交易平台之一，在全国商贸行业范围内具有明显的品牌优势，其经营的商品辐射全球215个国家和地区，能为公司带来稳定的租金收入。
- 业务发展较有保障。公司下属八大集团属于义乌市大型国有企业，其中在交通客运和水务经营等业务上具有突出的市场垄断地位，为公司收入提供了重要保障。同时，公司承担着义乌



市棚户区改造、基础设施建设等重要任务，在项目来源、项目回款、专项资金投入等方面能够获得相应支持，业务开展较为顺利。

关 注

- 部分业务板块盈利能力减弱。近年来，公司房地产开发、交通客运、仓储物流及水务等业务板块毛利率出现不同程度下降，2016~2018 年公司营业毛利率分别为 31.03%、15.98%和 18.97%，未来公司业务的盈利水平需进一步关注。
- 未来资本支出压力较大。公司各子公司建设投资任务较多，尤其是基础设施建设业务及棚户区改造（城市有机更新）业务板块，公司未来将面临较大的资本支出压力。
- 总债务增长速度较快。由于业务规模的扩张，公司资金需求增大，公司总债务规模快速上升，截至 2019 年 3 月末，公司总债务 943.10 亿元，短期债务为 321.24 亿元，短期内公司面临一定的偿债压力。
- 经营活动净现金流呈流出状态。2017 年以来投资体量较大，且回款周期较长，公司经营活动净现金流出程度较严重，2016~2018 年公司经营活动净现金流为-52.74 亿元、-184.97 亿元和-8.17 亿元。

分 析 师

李龙泉 lqli@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019 年 5 月 23 日

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

行业关注

义乌市拥有发达的商贸市场和较强的轻工业制造实力，2018 年经济实力保持稳定增长，为公司发展提供了良好的外部环境

改革开放以来，义乌市坚持“兴商建市”的发展战略，通过发展小商品市场，形成了较为独特的区域经济发展模式。2016~2018 年，义乌市地区生产总值（GDP）分别为 1,118 亿元、1,158 亿元和 1,248 亿元，增长比例分别为 7.7%、7.5% 和 7.0%。2018 年，第一产业增加值 21.1 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 409.5 亿元，增长 9.2%；第三产业增加值 817.5 亿元，增长 6.0%。

固定资产投资方面，2018 年随着扩大有效投资相关政策的进一步落实推进，投资增长结构向好。2018 年，义乌市民间投资 258.1 亿元，同比增长 26.7%；交通运输投资 63.1 亿元，同比增长 25.6%；生态环保和公共设施投资 21.3 亿元，同比增长 45.4%；高新技术产业投资 60.7 亿元，同比增长 86.8%。同时，得益于棚户区改造等城市有机更新项目的大力推进，房地产投资快速增长。2018 年，房地产开发项目完成投资 152.8 亿元，同比增长 76.3%；商品房销售面积为 97.4 万平方米，同比增长 32.3%。

财政实力方面，2016~2018 年义乌市完成地方公共财政预算收入分别为 81.79 亿元、85.00 亿元和 95.20 亿元；其中，税收收入分别为 73.13 亿元、78.49 亿元和 91.10 亿元。2016~2018 年，义乌市实现政府性基金预算收入分别为 77.72 亿元、160.20 亿元和 269.01 亿元，保持持续增长趋势，主要系国有土地使用权出让收入增加所致；同期，国有土地使用权出让收入分别为 44.83 亿元、127.97 亿元和 228.12 亿元。

财政支出方面，2016~2018 年，义乌市公共财政预算支出分别为 114.40 亿元、94.73 亿元和 107.01 亿元；同期，政府性基金预算支出与收入变动趋势保持一致，分别为 76.63 亿元、146.16 亿元和 236.05 亿元。从收支平衡来看，2016~2018 年义乌市财政平衡率分别为 71.49%、89.73% 和 88.96%，公共财

政自给能力尚可。

表 1：2016~2018 年义乌市公共财政收支情况

单位：亿元

| 项目 | 2016 | 2017 | 2018 |
|-----------|--------|--------|--------|
| 公共财政预算收入 | 81.79 | 85.00 | 95.20 |
| 其中：税收收入 | 73.13 | 78.49 | 91.10 |
| 政府性基金收入 | 77.72 | 160.20 | 269.01 |
| 其中：土地出让收入 | 44.83 | 127.97 | 228.12 |
| 公共财政预算支出 | 114.40 | 94.73 | 107.01 |
| 政府性基金支出 | 76.63 | 146.16 | 236.05 |
| 公共财政平衡率 | 71.49% | 89.73% | 88.96% |

资料来源：义乌市财政局，中诚信证评整理

业务运营

公司目前的主营业务主要由市场经营、商品销售、交通客运、仓储物流、水务板块、基础设施、房地产开发、酒店服务、展览广告等九大板块构成。除九大板块以外，公司还经营保安服务、房屋租赁、担保业务、废旧物资销售、劳务及租赁、港口服务和其他等业务。2018 年，公司实现主营业务收入为 73.39 亿元，同比减少 54.43%。公司主营业务收入主要来自市场经营业务和房地产开发业务，2018 年分别为 25.02 亿元和 21.48 亿元，占主营业务收入的 34.09% 和 29.27%。2018 年，房地产业务收入占比大幅度减少，主要系之前存在存量项目集中交付情况。2019 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 15.85 亿元。

表 2: 2016~2019.Q1 公司主营业务收入情况

单位: 亿元、%

| 主营业务 | 2016 | | | 2017 | | | 2018 | | | 2019.Q1 | | |
|-----------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 市场经营 | 28.69 | 27.14 | 66.54 | 24.10 | 14.97 | 55.37 | 25.02 | 34.09 | 55.20 | 6.24 | 39.35 | 63.66 |
| 房地产开发 | 46.21 | 43.71 | 29.40 | 99.17 | 61.57 | 10.10 | 21.48 | 29.27 | 0.80 | 2.89 | 18.21 | -16.84 |
| 商品销售 | 7.65 | 7.24 | 2.35 | 7.52 | 4.67 | 5.31 | 4.75 | 6.47 | 4.11 | 1.49 | 9.38 | 2.65 |
| 交通客运 | 4.42 | 4.18 | -65.66 | 4.18 | 2.60 | -98.17 | 4.40 | 5.99 | -119.26 | 0.91 | 5.72 | -127.59 |
| 水务板块 | 5.16 | 4.88 | 8.00 | 6.00 | 3.72 | 2.88 | 6.83 | 9.30 | 2.53 | 1.72 | 10.88 | -5.67 |
| 基础设施 | 3.49 | 3.30 | 1.89 | 9.47 | 5.88 | 11.19 | 0.31 | 0.42 | 85.87 | 0.00 | 0.00 | - |
| 酒店服务 | 3.09 | 2.92 | -0.19 | 3.46 | 2.15 | 1.50 | 3.42 | 4.66 | 4.78 | 0.73 | 4.61 | 5.14 |
| 展览广告 | 2.37 | 2.24 | 20.67 | 1.43 | 0.89 | 6.14 | 2.05 | 2.80 | 14.77 | 0.14 | 0.89 | -38.75 |
| 仓储物流 | 1.67 | 1.58 | 23.76 | 1.03 | 0.64 | 4.36 | 0.92 | 1.26 | 3.40 | 0.25 | 1.57 | -2.63 |
| 其他 | 2.96 | 2.80 | 17.48 | 4.69 | 2.91 | 25.74 | 4.21 | 5.73 | 17.46 | 1.49 | 9.41 | 29.65 |
| 合计 | 105.72 | 100.00 | 30.11 | 161.05 | 100.00 | 13.83 | 73.39 | 100.00 | 14.44 | 15.85 | 100.00 | 16.96 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司市场经营业务仍保持很强的竞争力和品牌优势, 2018年整体运营稳健

公司的市场开发经营业务主要由义乌市市场发展集团有限公司(以下简称“市场集团”)及市场集团控股子公司浙江中国小商品城集团股份有限公司(以下简称“商城集团”)(股票代码: 600415, 市场集团持股 55.82%)负责运营。公司经营的义乌小商品城是我国最大的商品交易平台之一, 其经营的商品辐射全球 215 个国家和地区, 外国企业常驻代表机构超过 3,000 家, 长驻外商超过 12,000 人, 是全国众多中小生产企业和国际采购商共享式的交易平台, 在全国商贸行业范围内具有明显的品牌优势。2018 年, 市场经营板块实现营业收入分别为 25.02 亿元, 同比增长 3.82%; 2019 年 1~3 月, 实现收入 6.24 亿元。

截至 2019 年 3 月末, 公司主要商贸市场可出租面积 162.32 万平方米, 已出租面积 153.65 万平方米, 整体出租率达到 94.66%, 较高的出租率为公司提供了稳定的收入来源。截至 2019 年 3 月末, 公司商贸市场定价仍以定向安排为主, 定向招标方式定价的商铺较少。

表 3: 截至 2019 年 3 月末公司主要商贸市场出租情况

单位: 平方米、%

| 市场名称 | 可出租面积 | 已出租面积 | 出租率 |
|------------|---------------------|---------------------|--------------|
| 数码城 | 16,741.06 | 15,430.46 | 92.17 |
| 篁园市场 | 94,793.22 | 93,770.01 | 98.92 |
| 国际商贸城一区 | 95,493.16 | 95,488.41 | 99.99 |
| 国际商贸城一区东扩 | 42,591.91 | 35,924.48 | 84.35 |
| 国际商贸城二区 | 162,335.30 | 161,062.80 | 99.22 |
| 国际商贸城三区 | 146,422.20 | 140,250.95 | 95.79 |
| 国际商贸城四区 | 275,008.74 | 267,982.82 | 97.45 |
| 国际商贸城五区 | 140,504.16 | 137,113.06 | 97.59 |
| 国际商贸城五区进口馆 | 31,339.80 | 26,247.00 | 83.75 |
| 生产资料市场 | 259,074.30 | 205,340.60 | 79.26 |
| 副食品市场 | 41,434.00 | 40,434.00 | 97.59 |
| 果品市场 | 22,000.00 | 21,950.00 | 99.77 |
| 花卉市场 | 7,652.24 | 7,652.24 | 100.00 |
| 新马路菜市场 | 5,881.00 | 5,881.00 | 100.00 |
| 粮食市场 | 16,654.00 | 16,654.00 | 100.00 |
| 浙中农副产品物流中心 | 34,788.40 | 34,788.40 | 100.00 |
| 义乌家居城一区 | 102,663.50 | 102,663.50 | 100.00 |
| 义乌家居城二区 | 40,978.00 | 40,978.00 | 100.00 |
| 义乌家居城三区 | 86,873.14 | 86,873.14 | 100.00 |
| 总计 | 1,623,228.13 | 1,536,484.87 | 94.66 |

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2018年，恒风进出口公司商品销售业务运营较为稳定，受商城贸易公司信用证逾期及股权转让影响，公司商品销售业务规模有所缩减

商品外贸业务板块主要由商城集团下属子公司浙江义乌中国小商品城贸易有限责任公司（以下简称“商城贸易公司”）和浙江恒风集团有限公司（以下简称“恒风集团”）二级子公司义乌恒风进出口有限公司（以下简称“恒风进出口公司”）负责。

商城贸易公司是义乌创办最早、规模最大的专业外贸流通企业之一。2017年，商城贸易公司实现商品销售收入3.59亿元，收入下滑。2017年12月，根据商城集团公告，商城贸易公司发生信用证逾期事件，经自查商城贸易公司向银行申请开立信用证共7笔，合计金额2.04亿元，其中5笔信用证分别于2017年8月23日、9月6日和9月20日逾期，逾期金额合计1.096亿元。目前仍处于公安经侦审理过程中，公司管理层基于谨慎考虑，于2017年四季度以来暂停相关业务。

2018年3月，商城集团与义乌市优异贸易有限公司（公司下属三级子公司）签署《股权转让协议》，商城集团将商城贸易公司的35.8%股权有偿转让给义乌市优异贸易有限公司。公司股东义乌市国资办为进一步推动内部资源整合，于2018年3月30日出具《义乌市人民政府国有资产监督管理委员会抄告单》（义国资第13号），同意公司二级子公司义乌市市场开发服务中心有限责任公司将其全资子公司义乌市优异贸易有限责任公司100%股份无偿划转给义乌市五亭现代农业开发有限公司。目前，义乌市市场开发服务中心有限责任公司和义乌市五亭现代农业开发有限公司已于2018年4月2日签署《无偿划转协议》，并完成办理工商变更登记、备案手续。公司已于2018年4月4日公告《义乌市国有资本运营有限公司关于子公司股权无偿划转的公告》，此次股权转让后，义乌市优异贸易有限责任公司和商城贸易公司均不再纳入义乌国资合并报表范围内。截至2019年3月末，商城集团仍持有商城贸易公司35.8%股份，为公司联营企业。

恒风进出口公司主要经营货物进出口，主要贸

易商品包括针纺织品、日用品、服装、办公用品、五金电器等，主要出口国包括巴西、意大利、智利等。2018年，恒风进出口公司贸易产品销售收入为3.05亿元，同比增长20.67%。2019年1~3月，恒风进出口公司贸易产品收入为0.57亿元。

表4：2016~2019.Q1恒风进出口公司贸易产品收入情况

单位：万元

| 贸易产品 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|-----------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| 针纺织品 | 5,175.03 | 7,061.21 | 13,064.41 | 1,736.50 |
| 日用品 | 6,314.77 | 10,052.10 | 10,066.46 | 2,729.65 |
| 服装 | 6,514.14 | 6,199.89 | 5,018.14 | 942.73 |
| 办公用品 | 15.67 | - | - | 18.60 |
| 五金电器 | 2,340.97 | 1,950.58 | 2,337.77 | 245.39 |
| 其它 | 732.27 | - | - | - |
| 合计 | 21,092.85 | 25,263.78 | 30,486.78 | 5,672.87 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司交通客运业务属于政府公益性板块，近年来客运业务毛利率持续下降；2018年，随着义东高速正式通车运营，公司新增车辆通行费收入

公司交通客运业务主要由恒风集团下属子公司浙江恒风交通运输股份有限公司（以下简称“恒风交运”）和义乌市交通投资建设集团有限公司（以下简称“交投集团”）负责运营，公益性较强。近年受私家车、高铁等交通工具替代品的普及，公司的城乡公交及长途客运客流量均有所减少。2018年，公司交通客运营业收入为4.40亿元，同比增长5.16%，主要系新增义东高速通行费收入。

表5：2016~2019.Q1公司交通客运营业收入情况

单位：亿元

| 类别 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|-----------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 公交运营 | 1.41 | 1.34 | 1.23 | 0.27 |
| 出租客运 | 0.10 | 0.32 | 0.24 | 0.05 |
| 长途客运 | 2.00 | 1.30 | 1.37 | 0.27 |
| 客运场站经营 | 0.40 | 0.35 | 0.26 | 0.07 |
| 高速公路运营 | - | - | 0.52 | 0.17 |
| 其他 | 0.51 | 0.88 | 0.77 | 0.08 |
| 合计 | 4.42 | 4.18 | 4.40 | 0.91 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

城乡公交业务方面，截至2019年3月末，公共交通分公司拥有城区客运班线及城乡客运班线共184条，线路总长2,842.90公里，总车辆数1,325

辆。2018年，公司实现客运量为11,913.51万人次，同比下降11.20%；获得政府补贴为3.77亿元，同比增长25.49%。

表 6：2016~2019.Q1 公司城乡公交业务经营状况

| 业务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|------------|-----------|-----------|-----------|----------|
| 车辆数(辆) | 1,291 | 1,367 | 1,336 | 1,325 |
| 公交线路(条) | 160 | 179 | 181 | 184 |
| 线路长度(公里) | 2,490.75 | 2,737.58 | 2,753.27 | 2,842.90 |
| 客运量(万人次) | 14,672.11 | 13,415.71 | 11,913.51 | 2,662.59 |
| 行驶里程(万公里) | 6,921.98 | 7,295.66 | 7,453.94 | 1,769.76 |
| 政府补贴(万元) | 25,775.97 | 30,005.81 | 37,655.16 | 3,850.00 |
| 车辆购置支出(万元) | 11,337.30 | 7,242.20 | 10,888.64 | 52.02 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

出租客运业务方面，截至2019年3月末，公司共拥有营运出租车367辆，目前义乌市共有出租车公司11家，公司市场份额约占28.12%左右。2018年，出租客运业务产生收入2,375.69万元，同比下降24.83%。

长途客运业务方面，公司长途客运公司客运网络遍布14个省市自治区，其中主要营运线路包括义乌至杭州、宁波、温州等。截至2019年3月末，长途客运公司共有营运线路115条，营运车辆148辆；其中责任制考核线路98条，责任制考核车辆93辆。2018年，公司长途客运实现收入1.37亿元，同比增长5.38%。

客运场站业务方面，截至2019年3月末，公司拥有3个客运场站，分别为南方客运站、站前站、国际商贸城长途客运中心。2018年，公司实现客运周转量为40,078.48万人次，同比下降18.64%；实现收入为0.26亿元，同比下降25.71%。

此外，公司新增高速公路运营业务，主要系由交投集团负责运营的义东高速。义东高速是浙江省重点工程，已于2017年底主体完工，并于2018年1月投入通车运营，交投集团对通过义东高速路段的车辆按车型、行驶里程数收取通行费，2018年及2019年1~3月，高速公路运营业务实现收入分别为0.52亿元和0.17亿元。

水务业务在义乌市具有垄断优势，2018年该板块收入继续增长，在建工程投资体量较大

公司水务业务主要由义乌市水务建设集团有

限公司（以下简称“水务集团”）负责经营。2018年，公司水务板块实现营业收入为6.83亿元，同比增长13.89%。

表 7：公司水务板块经营情况

| 项目 | 单位：万元 | | | |
|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 供水 | 30,096.10 | 32,705.69 | 33,054.39 | 5,900.00 |
| 污水处理 | 12,162.47 | 15,598.64 | 17,827.76 | 3,709.00 |
| 水务工程 | 9,364.54 | 10,058.65 | 14,601.49 | 5,973.00 |
| 水利工程 | - | 1,590.88 | 2,799.15 | 1,659.00 |
| 合计 | 51,623.11 | 59,953.86 | 68,282.81 | 17,241.00 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

自来水供应方面，截至2019年3月末，公司所运营管理的供水管网总长2,698.33公里，其中DN300以上的主干网664.19公里，阀门10,401座，总供水能力51万吨/日，供水范围涵盖义乌市城区及上溪、苏溪、大陈、廿三里、赤岸等乡镇。2018年及2019年1~3月，实现供水量分别为13,528万吨和2,793.66万吨；售水量分别为12,196万吨和2,294万吨；实现供水收入分别为3.31亿元和0.59亿元。从供水产销差率来看，同期公司供水产销差率分别为8.93%和19.25%。

污水处理方面，目前拥有9个污水处理厂，设计日处理能力合计54万吨，2018年及2019年1~3月公司分别实现污水处理收入1.78亿元和0.37亿元。公司计划对双江湖（稠江）净水厂、江东污水厂、义亭污水厂、佛堂污水厂、赤岸污水厂进行扩容扩建，增建新污水处理工艺线，以满足义乌市城乡污水全面集中处理的需要，同时，着手工业污水处理再利用，新建高新区武德净水厂，上述项目总投资预计23亿元，完成后公司日均城镇污水处理能力提升至73万吨。其中，双江湖（稠江）净水厂列入2018年市重点工程和重大产业项目计划，目前正在土石方施工。截至2019年3月末，公司污水处理厂扩建已投资4.5亿元。

水务工程方面，公司水务工程业务主要由水务集团下属子公司义乌市城市管网投资管理有限公司及义乌市自来水安装工程有限公司承接，业务范围包括市政给排水工程、管道敷设、管线安装、供水设施配套安装等，服务对象既包括公司自身及下属公司，也对外承揽工程项目。水务工程收入一方

面来源于从事管道敷设、管线安装等业务收取的安装工程费，另一方面来源于承包当地水务工程项目后转包收取的中介费用。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，实现水务工程收入分别为 0.94 亿元、1.01 亿元、1.46 亿元和 0.60 亿元。

此外，为从源头治理义乌江水域污染，保障市区供水能力，水务集团在建设义乌江水环境综合治理工程，该项目为总投资 18.78 亿元，截至 2019 年 3 月末，已投资 7.04 亿元。

公司运营的物流场站在义乌市经济发展中发挥重要功能，未来随着义乌市国内公路港物流中心等在建物流场站完工，公司仓储物流业务将迎来新的增长

公司仓储物流业务主要由义乌市国际陆港集团有限公司（以下简称“陆港集团”）负责运营，目前经营管理有江东货运市场、江北下朱货运场和义乌保税物流中心等物流场站。

表 8：截至 2019 年 3 月末公司主要物流场站情况

单位：平方米、万吨

| 物流场站 | 占地面积 | 仓储面积 | 最近三年平均货运量 |
|----------|------------|-----------|-----------|
| 江东货运市场 | 94,078.10 | 36,394.62 | 474 |
| 江北下朱货运市场 | 133,330.00 | 14,369.40 | 424 |
| 义乌保税物流中心 | 133,333.33 | 27,782.00 | 7 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2019 年 3 月末，陆港集团在建物流场站 2 个，其中，义乌市国内公路港物流中心总投资为 28.21 亿元，已投资为 20.11 亿元；义新欧铁路物流中心总投资为 20.30 亿元，已投资为 1.83 亿元。

除传统的仓储物流业务外，陆港集团拟向电子商务相关业务拓展，拟建设义乌国际电子商务城项目。该项目总用地面积 531 亩，总建筑面积约 159.90 万平方米，总投资约 80.80 亿元，截至 2019 年 3 月末该项目已投资 19.23 亿元。项目分二期进行，目前一期已经建成，占地面积 99.89 亩，总建筑面积为 29.17 万平米，概算投资 12.80 亿元，已建成商务楼、服务型公寓、综合楼、数据中心大楼等。

基础设施建设业务板块在建项目较多，投资规模较大，给公司带来较大的投资压力

公司基础设施建设板块主要由义乌市城市投

资建设集团有限公司（以下简称“城投集团”）、交投集团和陆港集团三大集团负责经营。2016~2018 年，公司实现基础设施建设收入分别为 3.49 亿元、9.47 亿元和 0.31 亿元，收入波动较大主要系 2018 年尚无办理竣工结算的项目，收入仅为建设管理费。

截至 2019 年 3 月末，公司已完工基础设施建设项目主要为中心血站、宗泽小学、稠江三小、上溪二小、佛堂二小、人力资源市场、中心医院二期工程等项目。由于历史原因，公司部分项目已完工但尚未回购，未来义乌市财政局将安排市场化补偿机制予以回购。截至 2019 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目共 29 个，包括阳光大道立交文化改造提档工程、金融商务区块一期（地下空间）市政设施工程等项目，项目总投资为 197.85 亿元，已投资 64.87 亿元。

随着房地产板块交付高峰结束，2018 年公司房地产开发收入大幅下降，且受社投集团保障性住房项目盈利能力较弱影响，近年房地产开发业务盈利能力有所减弱

公司所经营的房地产业务主要包括保障性住房业务及非保障性住房业务，其中非保障性住房业务主要由商城集团下属子公司义乌中国小商品城房地产开发有限公司（以下简称“商城房产”）负责经营管理，同时城投集团下属子公司义乌市中福置业有限公司、恒风集团下属子公司义乌市神州置业有限公司及社投集团下属子公司义乌市绣湖置业有限公司也承担部分业务。保障性住房业务主要由社投集团负责经营管理。

2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司房地产板块形成的营业收入分别为 46.21 亿元、99.17 亿元、21.48 亿元和 2.89 亿元。公司房地产开发板块收入在 2016 和 2017 年度大幅增长，主要系商城集团等房地产开发业务承载实体的存量项目集中交付、销售收入进行结转所致，其中 2017 年度房地产开发板块暂无新建房地产销售收入，均为存量项目交付结转收入，2018 年存量项目规模大幅减少，相关销售收入有所下降，未来公司房地产业务将维持平稳发展。

表 9：截至 2019 年 3 月末公司主要在建房地产项目情况

单位：亿元、万平方米

| 开发主体 | 项目名称 | 类型 | 开发时间 | 总投资 | 已投资 | 可售面积 | 销售进度 | 是否保障性住房 |
|---------------|-----------------|-------|---------|---------------|--------------|--------------|--------|---------|
| 商城房产 | 浦江绿谷二期 | 住宅 | 2017.4 | 10.46 | 5.96 | 11.77 | 进行中 | 否 |
| 商城房产 | 嘉美广场 | 住宅、商业 | 2018.5 | 14.31 | 10.72 | 6.43 | 未开盘 | 否 |
| 义乌市神州置业股份有限公司 | 印象徽州 | 住宅、商业 | 2003.11 | 5.71 | 6.25 | 14.40 | 86.00% | 否 |
| 义乌市中福置业有限公司 | 中福广场 | 写字楼 | 2014.9 | 32.00 | 23.03 | 43.85 | 未开盘 | 否 |
| 义乌市绣湖置业有限公司 | 社投集团·文昌学府 | 住宅、商业 | 2019.1 | 2.00 | 1.43 | - | 未开盘 | 否 |
| 社投集团 | 产业用房·城西香溪 A 地块 | 商服 | 2014.12 | 1.57 | 1.31 | 3.16 | 未开盘 | 是 |
| 社投集团 | 新社区集聚-江东毛店地块 | 住宅、商业 | 2018.7 | 21.10 | 5.96 | - | 政府购买服务 | 是 |
| 社投集团 | 新社区集聚-香溪 A2 地块 | 住宅、商业 | 2018.8 | 7.39 | 1.92 | - | 政府购买服务 | 是 |
| 社投集团 | 新社区集聚-稠江古姆塘地块 | 住宅、商业 | 2018.8 | 10.70 | 2.43 | - | 政府购买服务 | 是 |
| 社投集团 | 新社区集聚-佛堂小江滩地块 | 住宅、商业 | 2018.9 | 19.78 | 4.33 | - | 政府购买服务 | 是 |
| 社投集团 | 新社区集聚-福田湖塘地块 | 住宅、商业 | 2018.9 | 8.55 | 1.92 | - | 政府购买服务 | 是 |
| 社投集团 | 新社区集聚-镇中北侧 1#地块 | 住宅、商业 | 2018.6 | 6.00 | 1.50 | - | 政府购买服务 | 是 |
| 合计 | - | - | - | 139.57 | 66.76 | 80.00 | - | - |

注：1、部分项目名称较以前年度有所调整；2、部分项目总投资额和已投资额较之前年度披露数据存在差异系不同时点统计口径不同所致。
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司棚户区改造（城市有机更新）项目整体投资规模较大，未来面临较大的投资压力，但主要在建项目均签订了政府购买服务协议，回款较有保障

为改善义乌市老城区区域内群众生产生活环境，提升该区域的基础设施建设水平，加快老城区块城镇化建设的步伐，通过保障房建设和配套设施建设的投入，促进区域经济持续增长和综合实力的快速提升，社投集团承担了多个义乌市棚户区改造（城市有机更新）项目建设任务。

义乌市政府对项目片区内的拆迁户进行调查统计，当大于 90% 的拆迁户同意棚改时，由义乌市城市管理委员会与社投集团签订政府购买服务协议，确定服务内容、投资概算、购买服务费及相应支付安排等。项目用地均通过土地市场招拍挂程序摘牌取得，社投集团主要负责项目融资、建设，政府负责土地拆迁补偿及安置工作。回款方面，建设期满或项目完工后，义乌市政府将通过市财政资金逐年支付公司协议价款，购买服务协议总价由项目

实际投资成本、财务成本和管理费用组成，协议期限一般为 25 年。

截至 2019 年 3 月末，社投集团主要在建城市有机更新项目包括城市有机更新仓后 01 地块、湖大塘 01、02 地块、向阳上片西区地块等棚户区改造项目，计划总投资 71.17 亿元，已投资 51.14 亿元。

表 10：截至 2019 年 3 月末城市有机更新项目建设情况

单位：万元

| 项目名称 | 总投资 | 已投资 | 协议回购额 |
|------------------|----------------|----------------|------------------|
| 城市有机更新仓后 01 地块 | 196,390 | 157,751 | 925,838 |
| 城市有机更新湖大塘 01 地块 | 134,000 | 56,562 | |
| 城市有机更新湖大塘 02 地块 | 97,385 | 54,942 | |
| 城市有机更新向阳上片西区地块 | 216,950 | 186,608 | 95,420 |
| 义乌市城市有机更新-剧院北侧地块 | 67,000 | 55,532 | |
| 合计 | 711,725 | 511,395 | 1,021,258 |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

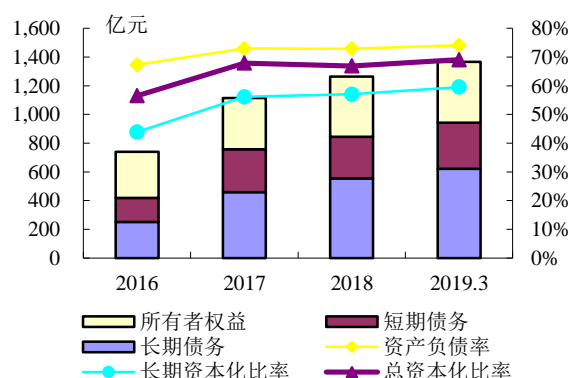
财务分析

下列财务分析基于公司提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年度、2017 年度和 2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年 1~3 月财务报表。公司各期财务报告均按新会计准则编制。

资本结构

近年来，随着公司业务规模的迅速扩张，公司资产及负债规模呈迅速增长态势。2018 年及 2019 年 3 月末，公司资产总额分别为 1,545.06 亿元和 1,631.95 亿元；同期，公司负债总额分别为 1,126.38 亿元和 1,209.39 亿元。所有者权益方面，近年来公司所有者权益持续增长，2018 年及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 418.68 亿元和 422.56 亿元；其中，2018 年，义乌市公共资产管理中心划入科创园、英创园资产形成资本溢价 5.47 亿元，社投集团收到项目资本金等增加资本公积 20.25 亿元，陆港集团增加资本公积 8.11 亿元，以及公司发行永续中票募得资金扣除发行费用致使其他权益工具增加 29.86 亿元。财务杠杆比率方面，由于公司新增债务较多，公司财务杠杆比率上升明显，2018 年及 2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 72.90% 和 74.11%；同期，总资本化比率分别为 66.88% 和 69.06%。

图 1：2016~2019.Q1 公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

从资产构成上来看，近年来由于棚户区改造项目的投入，公司非流动资产增长较快，截至 2018 年末，非流动资产为 1,016.46 亿元，同比增长 21.03%，占总资产比重为 65.79%。公司非流动资

产主要由固定资产、在建工程和其他非流动资产构成，占非流动资产的比例分别为 24.20%、16.08% 和 27.90%。截至 2018 年末，公司固定资产为 246.01 亿元，同比增长 26.96%，主要为公司自有的房屋及建筑物，包括各类市场、厂房、酒店等建筑物，2018 年疏港高速项目由在建工程转入固定资产新增账面余额 36.37 亿元；其中，用于银行借款抵押的固定资产账面价值为 12.60 亿元。截至 2018 年末，公司在建工程为 163.47 亿元，同比增长 3.17%，主要系公司及各子公司承接的义乌陆港国内物流中心、义西国际生产资料市场配套项目、03 省道改造工程、疏港快速等工程项目投入增加。截至 2018 年末，公司其他非流动资产为 283.57 亿元，同比增长 19.73%，主要为棚户区改造项目前期征收成本。

截至 2018 年末，公司流动资产为 528.60 亿元，占总资产的比例为 34.21%，公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至 2018 年末，公司货币资金为 103.70 亿元，同比下降 10.40%，其中受限货币资金合计 9.69 亿元，较上年末有所增加，但占比依旧较小。截至 2018 年末，其他应收款为 129.87 亿元，同比增长 53.60%，主要系关联方往来款增长所致；其中，前五大其他应收款合计 96.87 亿元，占其他应收款比例 74.59%，以 1 年内为主；截至 2019 年 3 月末，公司应收政府性款项 104.81 亿元，主要系应收政府补助/补偿款项、垫付款、预付土地出让金等。截至 2018 年末，存货为 250.20 亿元，同比下降 0.77%，近年来有所下降主要系公司房地产项目交付较多，随着房地产项目及基础设施建设工程的不断推进，公司最近一季度存货规模增幅较大，截至 2019 年 3 月末为 291.90 亿元。

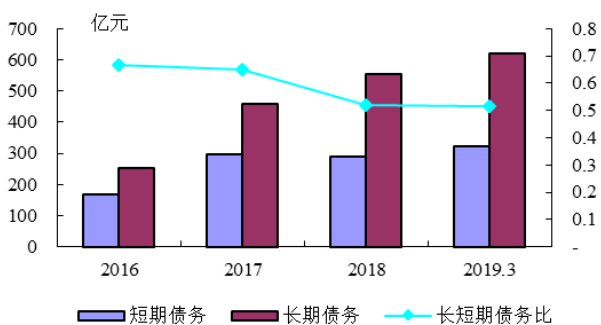
从负债结构来看，公司负债以非流动负债为主，截至 2018 年末，公司非流动负债为 643.50 亿元，占总负债的 57.13%，以长期借款和应付债券为主。其中，长期借款为 332.59 亿元，同比增长 8.59%，主要系公司棚户区改造、基础设施建设等业务投资需求较大，公司通过长期借款补充流动资金所致。公司应付债券为 222.13 亿元，同比增长 66.91%，主要系公司通过发行债券融资满足资金需

求和调整债务结构。

截至 2018 年末,公司流动负债为 482.88 亿元,主要由短期借款、其他应付款和其他流动负债构成。其中,短期借款为 127.65 亿元,同比下降 10.27%,2018 年公司调整债务结构,短期借款规模有所下降。其他应付款为 90.13 亿元,同比增长 45.22%,主要由应付政府机关款项及各工程公司的履约保证金、工程款等构成。其他流动负债为 107.87 亿元,同比增长 2.42%,主要由公司发行的超短融及短融债券构成。

从债务情况来看,2018 年及 2019 年 3 月末,公司总债务分别为 845.37 亿元和 943.10 亿元。近年来,公司下属城投集团、社投集团和交投集团项目建设任务较重,商贸等业务流动资金需求也有增加,推动公司债务快速上升。近年来,公司新增总债务规模较大,主要用于棚改项目、基建项目及对外股权投资等。从债务融资方式来看,公司以银行贷款为主,近年来加大了直接融资力度,发行了公司债、中期票据、短期融资券和超短期融资券等债务融资工具。从债务期限结构看,2018 年及 2019 年 3 月末,公司长短期债务比(短期债务/长期债务)分别为 0.52 倍和 0.52 倍,以长期债务为主。

图 2: 2016~2019.Q1 公司债务结构分析



资料来源:公司财务报告,中诚信证评整理

总体来看,近年来随着项目投资增加带来的债务规模扩大,公司财务杠杆水平逐年上升,偿债压力较大,中诚信证评将持续关注公司债务增长及偿债压力情况。

盈利能力

2018 年,公司实现主营业务收入 73.39 亿元,同比减少 54.43%,其中,公司房地产开发收入为 21.48 亿元,同比减少 78.34%,主要系之前年度公

司房地产项目集中交付,未来公司房地产业务将维持平稳发展。2018 年,市场经营板块实现营业收入为 25.02 亿元,同比增长 3.82%。受商城贸易公司转出影响,公司贸易业务规模有所缩减,2018 年为 4.75 亿元,同比减少 36.85%。2018 年,水务板块收入为 6.83 亿元,同比增长 13.89%,公司水务板块发展良好,营业收入逐年增加。交通客运板块,近年受替代交通运输工具普及影响,城乡公交及长途客运客流量均有所减少,运输类业务收入下降,2018 年增长主要系新增义东高速通行费收入。

毛利率方面,2018 年公司主营业务毛利率分别为 14.44%。具体来看,近年来,收入占比较大的房地产开发业务毛利率呈下滑趋势,2018 年 0.80%,主要系社投集团房地产开发业务盈利能力较弱及商城集团集中交付的钱塘印象房地产项目预售价格较低所致。同期,公司市场经营业务毛利率为 55.20%,较上年基本保持平稳。由于经济环境和长途交运受到飞机和高铁普及的影响,公司交通客运收入持续下滑,同期成本不断增加,交通运输业务毛利率持续下降。2016 年以来,公司水务板块的毛利率不断下降,主要系政府对污水处理的监管标准改变,致使污水处理的成本不断上升。基础设施板块,2018 年毛利率为 85.87%,主要系当年公司尚无办理竣工结算的项目,收入仅为建设管理费,导致当年该板块毛利率较高。2019 年一季度,公司主营业务毛利率小幅回升至 16.96%。

期间费用方面,2018 年,公司期间费用支出合计为 29.08 亿元,期间费用收入占比为 36.86%,期间费用控制能力有待提高。具体来看,公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。其中,2018 年管理费用为 11.19 亿元,近年来员工费用增长以及 2018 年折旧摊销费用增加推动管理费用同步上升。财务费用方面,2017 年以来,随着公司债务规模的大幅增长,利息支出大幅增加使得财务费用不断上升;同时,2017~2018 年利息收入分别为 6.92 亿元和 1.74 亿元,主要系 2017 年计提其他应收款(政府往来款)利息,2018 年因政策原因无法计提相关财政借款利息,该部分利息以政府补助形式在

其他收益中体现。2019年1~3月，公司三费支出合计4.39亿元，三费收入占比为24.71%。

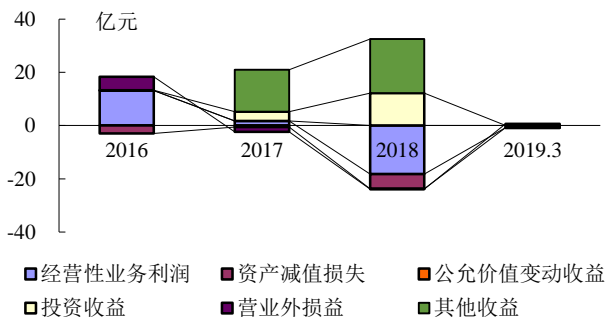
表 11：2016~2019.Q1 公司期间费用分析

| | 单位：亿元 | | | |
|-----------|--------|--------|-------|---------|
| | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 销售费用 | 2.76 | 2.58 | 2.26 | 0.47 |
| 管理费用 | 8.93 | 9.90 | 11.19 | 2.79 |
| 财务费用 | 1.77 | 4.20 | 15.63 | 1.13 |
| 三费合计 | 13.46 | 16.68 | 29.08 | 4.39 |
| 营业总收入 | 108.69 | 166.54 | 78.88 | 17.76 |
| 三费收入占比(%) | 12.38 | 10.02 | 36.86 | 24.71 |

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2018年，公司利润总额为9.43亿元，主要由投资收益和政府补助构成。其中，经营性业务利润为-18.20亿元，主要系2018年及期间费用大幅增长，导致经营性业务利润由正转负。2017~2018年其他收益分别为15.81亿元和20.33亿元。2018年，公司实现投资收益为12.24亿元，一方面系对联营企业和合资企业投资收益增长，此外2018年新增处置子公司及相关债权产生的投资收益6.82亿元，主要系商城集团转让茵梦湖产权包产生的投资收益。2018年，政府补助和投资收益的增长，弥补了公司经营性业务利润的下滑。资产减值损失方面，2018年，公司资产减值损失为5.61亿元，其中固定资产减值损失4.71亿元主要系商城集团子公司海城义乌中国小商品城投资发展有限公司固定资产减值。2019年1~3月，公司利润总额和经营性业务利润分别为1.26亿元和-0.79亿元。

图 3：2016~2019.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

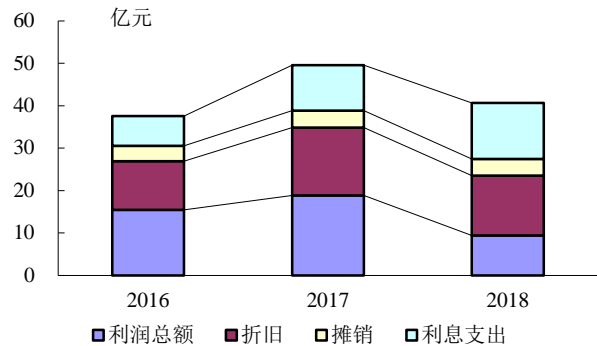
总体来看，受房地产业务交付进度影响，2018年公司收入规模下降。同时，随着债务规模的增长及会计政策原因，公司财务费用大幅增加，经营性

业务利润水平持续下滑，公司利润总额的实现政府对补助的依赖逐步上升。

偿债能力

现金流方面，2018年，公司经营活动净现金流为-8.17亿元，呈净流出状态，尚难对债务本息形成覆盖。

图 4：2016~2018 年公司 EBITDA 构成情况



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

获现能力方面，公司 EBITDA 主要来自于利润总额、固定资产折旧和利息支出构成。2018年，公司 EBITDA 为 40.63 亿元。偿债指标方面，2018年，公司总债务/EBITDA 为 20.81 倍，EBITDA 利息保障倍数为 1.63 倍，由于公司总债务规模增长较快，公司 EBITDA 对债务本息的保障能力有所减弱。

表 12：2016~2019.Q1 公司部分偿债指标情况

| 指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|-----------------|--------|---------|--------|---------|
| 货币资金(亿元) | 89.30 | 115.74 | 103.70 | 128.87 |
| 短期债务(亿元) | 167.48 | 298.36 | 289.85 | 321.24 |
| 总债务(亿元) | 410.68 | 756.50 | 845.37 | 943.10 |
| EBITDA(亿元) | 37.58 | 49.58 | 40.63 | - |
| 经营活动净现金流(亿元) | -52.74 | -184.97 | -8.17 | -17.83 |
| 总债务/EBITDA(X) | 11.14 | 15.26 | 20.81 | - |
| 经营活动净现金流/总债务(X) | -0.13 | -0.24 | -0.01 | -0.08 |
| 经营活动净现金/利息支出(X) | -3.68 | -8.55 | -0.33 | - |
| EBITDA 利息倍数(X) | 2.62 | 2.29 | 1.63 | - |

注：2019年一季度经营活动净现金流/总债务指标经过年化处理
资料来源：公司提供，中诚信证评整理

到期债务方面，截至2018年末，公司存量债务为845.37亿元，其中，根据公司主要债务到期分布情况，公司各期债务到期规模均较大，中诚信证

评将对公司债务到期情况及还本付息安排保持关注。

和“义乌市国有资本运营有限公司 2017 年公开发行公司债券（第二期）”信用级别为 **AA⁺**。

表 13：截至 2018 年末公司主要债务到期分布情况

单位：亿元

| | 2019 | 2020 | 2021 |
|------|--------|--------|--------|
| 到期债务 | 250.61 | 115.57 | 200.78 |

注：此处到期债务仅包含银行贷款、各类债券及售后回租。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

财务弹性方面，公司与多家银行保持良好的合作关系，截至 2018 年末，公司在中国银行、工商银行等银行获得的授信额度合计 756.47 亿元，其中已使用授信额度为 275.56 亿元，未使用授信额度为 480.91 亿元，备用流动性较好。

或有负债方面，截至 2018 年末，公司对外担保余额合计为 40.96 亿元，占公司净资产比例为 9.78%。此外，公司子公司义乌市农信融资担保有限公司从事担保业务，对外担保余额为 6.95 亿元，其中一般担保余额 0.45 亿元，政策性担保余额 6.33 亿元，因担保产生的新增代偿事项 5 例，累计发生代偿事项 19 例，应追回代偿款 0.27 亿元，担保公司已对 16 家代偿单位提起诉讼，义乌市人民法院已对其中 6 家代偿单位裁定终结执行程序，涉及执行标的 0.17 亿元；其中 4 家代偿单位裁定执行，执行标的 0.05 亿元；对 4 家代偿单位已作出判决，涉案标的 0.01 亿元；对 2 家代偿单位作出案件受理裁定。

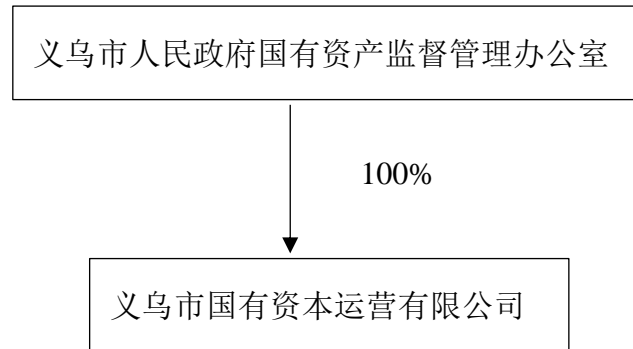
受限资产方面，截至 2018 年末，公司受限资产账面价值合计为 40.07 亿元，占总资产的比重 2.59%，主要系金融机构借款设定的担保资产（主要包括下属子公司土地、存货、固定资产等）。

整体来看，公司下属集团建设业务规模不断扩大，债务上升速度很快，同时经营活动净现金流呈流出状态。但考虑到公司整体定位，业务的可持续性，同时公司承担的棚户区改造项目大部分均签订政府购买协议，项目回购资金列入义乌市财政，中诚信证评认为义乌国资偿债风险可控。

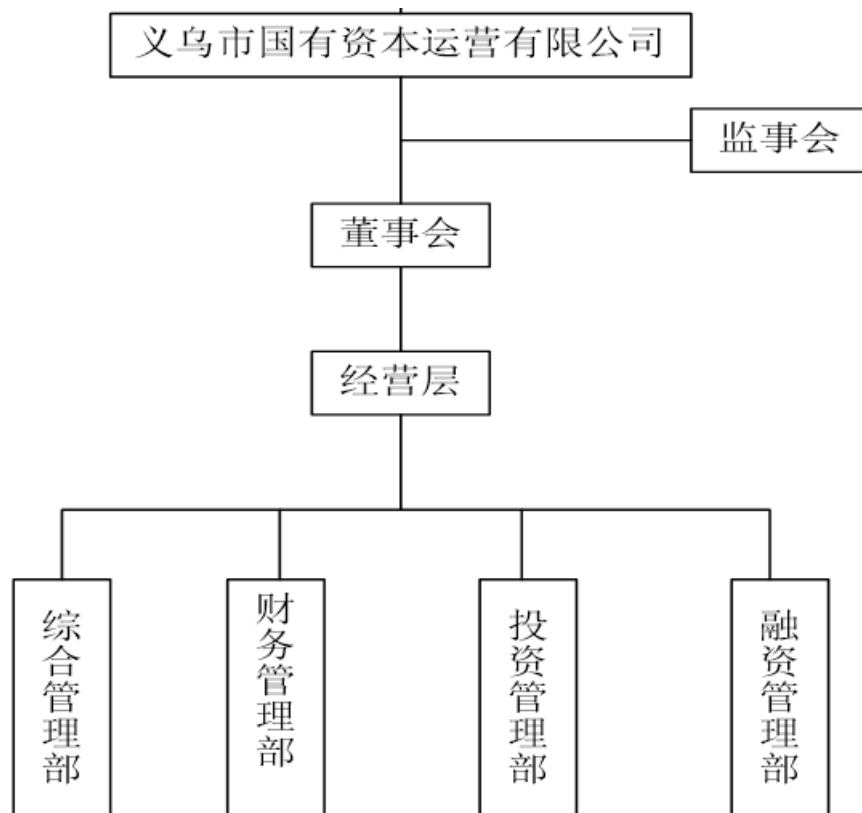
结 论

综上，中诚信证评维持义乌国资主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“义乌市国有资本运营有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）”

附一：义乌市国有资本运营有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附二：义乌市国有资本运营有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



附三：义乌市国有资本运营有限公司主要财务数据及指标

| 财务数据（单位：万元） | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
|------------------|--------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 893,046.58 | 1,157,365.22 | 1,037,002.23 | 1,288,667.14 |
| 应收账款净额 | 17,777.80 | 10,997.66 | 40,612.11 | 56,690.38 |
| 存货净额 | 2,874,966.66 | 2,521,351.37 | 2,502,043.34 | 2,919,012.86 |
| 流动资产 | 4,759,093.07 | 4,851,204.95 | 5,285,970.70 | 6,046,115.86 |
| 长期投资 | 681,111.65 | 1,023,534.84 | 1,273,034.66 | 1,387,475.17 |
| 固定资产合计 | 3,111,528.63 | 3,776,638.67 | 4,510,480.74 | 4,660,075.81 |
| 总资产 | 9,839,323.98 | 13,249,817.16 | 15,450,572.15 | 16,319,515.85 |
| 短期债务 | 1,674,783.17 | 2,983,581.76 | 2,898,522.45 | 3,212,366.86 |
| 长期债务 | 2,511,800.60 | 4,581,460.31 | 5,555,165.71 | 6,218,587.49 |
| 总债务（短期债务+长期债务） | 4,186,583.78 | 7,565,042.07 | 8,453,688.16 | 9,430,954.35 |
| 总负债 | 6,623,530.70 | 9,672,087.97 | 11,263,794.73 | 12,093,912.58 |
| 所有者权益（含少数股东权益） | 3,215,793.28 | 3,577,729.19 | 4,186,777.42 | 4,225,603.26 |
| 营业总收入 | 1,086,863.10 | 1,665,373.02 | 788,833.98 | 177,630.49 |
| 三费前利润 | 266,433.36 | 184,348.50 | 108,809.91 | 36,009.49 |
| 投资收益 | 765.44 | 34,650.09 | 122,387.28 | 891.50 |
| 净利润 | 111,025.29 | 107,395.98 | 53,835.02 | 3,343.78 |
| 息税折旧摊销前盈余 EBITDA | 375,835.99 | 495,832.69 | 406,253.28 | - |
| 经营活动产生现金净流量 | -527,359.81 | -1,849,703.91 | -81,744.59 | -178,291.14 |
| 投资活动产生现金净流量 | -781,457.68 | -1,393,137.09 | -1,329,063.28 | -483,095.15 |
| 筹资活动产生现金净流量 | 1,472,683.14 | 3,467,501.67 | 1,278,129.15 | 888,058.89 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 163,865.64 | 224,619.54 | -138,715.64 | 226,672.61 |
| 财务指标 | 2016 | 2017 | 2018 | 2019.Q1 |
| 营业毛利率（%） | 31.03 | 15.98 | 18.97 | 23.63 |
| 所有者权益收益率（%） | 3.45 | 3.00 | 1.29 | 0.32 |
| EBITDA/营业总收入（%） | 34.58 | 29.77 | 51.50 | - |
| 速动比率（X） | 0.50 | 0.53 | 0.58 | 0.62 |
| 经营活动净现金/总债务（X） | -0.13 | -0.24 | -0.01 | -0.08 |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | -0.31 | -0.62 | -0.03 | -0.22 |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | -3.68 | -8.55 | -0.33 | - |
| EBITDA 利息倍数（X） | 2.62 | 2.29 | 1.63 | - |
| 总债务/EBITDA（X） | 11.14 | 15.26 | 20.81 | - |
| 资产负债率（%） | 67.32 | 73.00 | 72.90 | 74.11 |
| 总债务/总资本（%） | 56.56 | 67.89 | 66.88 | 69.06 |
| 长期资本化比率（%） | 43.85 | 56.15 | 57.02 | 59.54 |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；2、短期债务中包含其他应付款、其他流动负债科目中带息部分，长期债务中包含长期应付款中带息部分；3、公司 2019 年一季度部分指标经过年化处理。

附四：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他一年内到期的付息债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他长期付息债务

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业总收入 - (营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金支出 + 退保金 + 赔付支出净额 + 提取保险合同准备金净额 + 保单红利支出 + 分保费用)) / 营业总收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 合同销售收入

所有者权益收益率 = 当期净利润 / 期末所有者权益（含少数股东权益）

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

净负债率 = (总债务 - 货币资金) / 所有者权益

附五：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------------|
| AAA | 受评主体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 | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 受评主体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 | 受评主体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 | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务 |
| C | 受评主体不能偿还债务 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

| 内容 | 含义 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势 |
| 负面 | 表示评级有下降趋势 |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变 |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义 |
|------|------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低 |
| AA | 债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低 |
| A | 债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低 |
| BBB | 债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般 |
| BB | 债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高 |
| CC | 基本不能保证偿还债券 |
| C | 不能偿还债券 |

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

| 等级 | 含义 |
|------------|---------------------------|
| A-1 | 为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低，有一定的违约风险。 |
| C | 还本付息能力很低，违约风险较高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。