



信用等级通知书

信评委函字[2019]G386-F2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拟发行的“义乌市国有资本运营有限公司2020年公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA⁺。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一九年十二月三十一日

义乌市国有资本运营有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AA ⁺
主体级别	AA ⁺
评级展望	稳定
发行主体	义乌市国有资本运营有限公司
申请规模	本期债券发行规模为不超过人民币15亿元（含15亿元）
债券期限	本期债券发行期限不超过5年（含5年）。本期债券分为两个品种，品种一为3年期固定利率债券；品种二为5年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券为固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

义乌国资	2016	2017	2018	2019.Q3
所有者权益（亿元）	321.58	357.77	418.68	468.82
总资产（亿元）	983.93	1,324.98	1,545.06	1,810.56
总债务（亿元）	418.66	756.50	845.37	1,064.81
营业总收入（亿元）	108.69	166.54	78.88	63.16
营业毛利率（%）	31.03	15.98	18.97	28.52
EBITDA（亿元）	37.58	49.58	40.63	-
所有者权益收益率（%）	3.45	3.00	1.29	0.51
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年三季度所有者权益收益率指标经过年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“义乌市国有资本运营有限公司2020年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为AA⁺，该级别反映了本期债券的安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。

中诚信证评评定义乌市国有资本运营有限公司（以下简称“义乌国资”或“公司”）主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，该级别反映了公司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。中诚信证评肯定了义乌市良好的外部环境、公司市场经营业务保持稳定以及城市有机更新业务整体经营状况较好等因素对公司业务发展及信用水平具有的良好支撑作用。同时，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。

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。

分析师

李龙泉 lqll@ccxr.com.cn

秦羽璇 yxqin@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2019年12月31日

关注

- 部分业务板块盈利能力减弱。近年来，公司房地产开发、交通运输、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9月末，公司总债务1,064.81亿元，短期债务为315.76亿元，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。

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。

概 况

发行主体概况

义乌市国有资本运营有限公司（以下简称“义乌国资”或“公司”）的前身为义乌市国有资本运营中心，系根据中共义乌市委《关于深化政府投融资及国有企业管理体制改革的意见》（市委[2013]49号）文件，由义乌市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“义乌市国资办”）出资组建的国有企业（全民所有制），于2013年12月30日在义乌市工商行政管理局登记注册，注册资本4,000万元。2015年9月24日，义乌国资通过资本公积转增注册资本的方式，注册资本增加了164,000万元。2016年9月，义乌国资由全民所有制改制为有限责任公司，并更名为义乌市国有资本运营有限公司。截至2019年9月末，公司注册资本及实收资本为17.80亿元，义乌市国资办为公司唯一股东及实际控制人。

公司的宗旨是按照义乌市经济社会发展战略，筹集和引导社会资金，保证基础设施项目和重点建设项目的投资需要，切实履行国有资产出资人权益，强化国有资本运营，提高效益，促进义乌市经济建设和社会事业发展。公司下属有八大集团：义乌市城市投资建设集团有限公司（以下简称“城投集团”）、义乌市交通投资建设集团有限公司（以下简称“交投集团”）、义乌市建设投资集团有限公司（以下简称“建投集团”）、义乌市市场发展集团有限公司（以下简称“市场集团”）、义乌市水务建设集团有限公司（以下简称“水务集团”）、浙江中国小商品城集团股份有限公司（以下简称“商城集团”）、浙江恒风集团有限公司（以下简称“恒风集团”）、义乌市国际陆港集团有限公司（以下简称“陆港集团”）。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。截至2018年末，公司纳入合并范围内一级子公司共20家。

截至2018年12月31日，公司资产总额为1,545.06亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计418.68亿元，资产负债率为72.90%；2018年，

公司实现营业收入78.88亿元，净利润5.38亿元，经营活动净现金流-8.17亿元。

截至2019年9月30日，公司资产总额为1,810.56亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计468.82亿元，资产负债率为74.11%；2019年1~9月，公司实现营业收入63.16亿元，净利润1.78亿元，经营活动净现金流-52.17亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本条款

基本条款	
发行主体	义乌市国有资本运营有限公司
债券名称	义乌市国有资本运营有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模为不超过人民币15亿元（含15亿元）
债券期限	本期债券发行期限不超过5年（含5年）。本期债券分为两个品种，品种一为3年期固定利率债券；品种二为5年期固定利率债券。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券发行申购情况，在发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权
债券利率	本期债券为固定利率，票面利率将根据簿记建档结果确定
付息方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付
募集资金用途	本期债券募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务，剩余资金用于补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

区域经济

金华市经济概况

金华市位于浙江省境中部，东邻台州，南毗丽水，西连衢州，北接绍兴、杭州，南北跨度129公里，东西跨度151公里，土地面积10,942平方公里。2017年末，全市常住人口556.4万人，较上年末增加4.4万人。

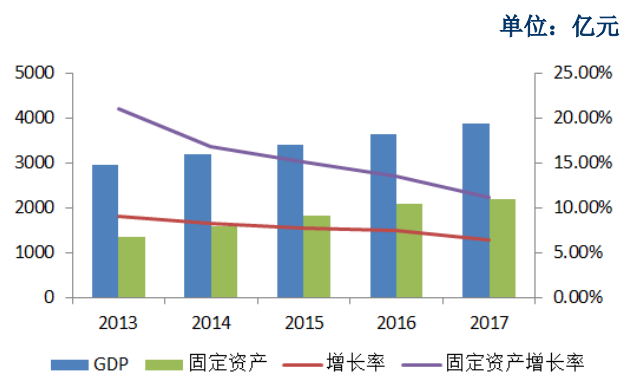
凭借良好的区位优势，近年来金华市经济持续保持平稳发展，2016~2018年全市实现地区生产总值（GDP）分别为3,635.01亿元、3,870.22亿元和4,100.23亿元，同比分别增长7.5%、6.5%和5.5%。2018年，第一产业增加值135.86亿元，增长1.2%；第二产业增加值1,745.46亿元，增长5.9%；第三产业增加值2,218.91亿元，增长5.4%。三次产业

对地区生产总值增长的贡献率分别为 0.8%、48.5% 和 50.7%，三次产业结构由上年的 3.8:42.8:53.4 调整为 3.3:42.6:54.1，产业结构继续优化。

工业经济方面，金华市支柱产业包括信息经济、先进装备制造、健康生物医药、文化影响时尚和休闲旅游服务五大产业。2018 年，全市完成工业增加值 1,502.85 亿元，比上年增长 7.1%。规模以上工业增加值增长 6.0%，实现销售产值 3,812.78 亿元，增长 6.1%。规模以上工业企业完成出口交货值 961.24 亿元，占销售产值的比重为 25.2%。全市规模以上工业中高新技术产业、装备制造业、战略性新兴产业、数字经济核心产业制造业等新兴产业增加值分别增长 7.6%、6.1%、13.9%、20%。

从固定资产投资情况看，2018 年，金华市全市固定资产投资比上年增长 4.5%，其中重点领域投资实现较快增长，民间投资、交通投资、生态环境和公共设施投资、高新技术产业投资分别增长 14.6%、49.4%、24.6%、47.6%。民间投资占投资总额的 66.5%，从投资结构看，第一产业投资下降 62.9%，第二产业投资下降 3.1%，第三产业投资增长 7.4%，三次产业投资结构调整调整为 0.1:23.7:76.2。

图 1：2013~2017 年金华市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：义乌市统计局，中诚信证评整理

近年来，随着经济增长以及经济结构的持续调整，金华市财政实力也保持着持续增长的态势。2016~2018 年全市财政收入稳定增长，实现地方公共财政预算收入分别为 338.14 亿元、357.71 亿元和 392.62 亿元，其中，税收收入占公共财政预算收入的比重分别为 85.92%、86.79% 和 87.87%，公共财政预算收入主要依赖于持续增长的税收收入。2016~2018 年，全市政府性基金收入分别为 205.77 亿元、395.89 亿元和 649.74 亿元，其中国有土地使

用权出让收入分别为 151.87 亿元、336.98 亿元和 569.43 亿元，保持持续增长趋势。

财政支出方面，2016~2018 年，金华市地方公共财政预算支出分别为 542.36 亿元、536.69 亿元和 574.00 亿元。从收支平衡来看，2016~2018 年金华市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 62.35%、66.65% 和 68.40%，财政自给能力一般，需要依靠中央和省的税收返还和转移性支付等来弥补。

表 2：2016~2018 年金华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	338.14	357.71	392.62
其中：税收收入	290.53	310.46	345.01
政府性基金收入	205.77	395.89	649.74
其中：土地出让收入	151.87	336.98	569.43
公共财政预算支出	542.36	536.69	574.00
政府性基金支出	218.73	389.79	651.88
公共财政平衡率	62.35%	66.65%	68.40%

资料来源：义乌市财政局，中诚信证评整理

总体来看，近年来金华市区域经济保持平稳增长，综合实力不断提升。同时，中诚信证评也关注到金华市财政自给能力有待提高，对上级政府的税收返还和转移性支付依赖程度相对较高。

义乌市经济概况

义乌市地属金华市，处于金衢盆地东部。义乌市东邻东阳市，南界永康市、武义县，西连金东区、兰溪市，北接浦江县和绍兴的诸暨市，距省会杭州 108 公里，全市总面积 1,105 平方公里，现辖 7 个街道办事处、6 个建制镇。

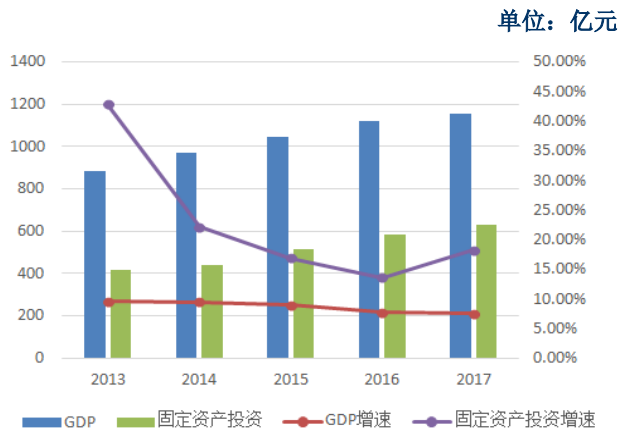
改革开放以来，义乌市坚持“兴商建市”的发展战略，通过发展小商品市场，形成了较为独特的区域经济发展模式。义乌市是全球最大的小商品集散中心，已形成以中国小商品城为核心，多个专业市场和专业街为支撑，产权、劳动力等要素市场相配套的市场体系。同时，义乌在服装、饰品、拉链、针织、印刷、玩具、工艺品等领域也是全国重要生产加工基地。

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%。

图 2：2013~2017 年义乌市 GDP 及固定资产投资情况



资料来源：义乌市统计局，中诚信证评整理

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 3：2016~2018 年义乌市公共财政收支情况

项目	单位：亿元		
	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

总体来看，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环境。

竞争实力

公司下属八大集团属于义乌市大型国有企业，各自都有突出的业务或知名的产品，其中在市场营销、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。公司在市场经营业务上，承担着义乌国际产品采购中心的经营职责，上市公司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；同时，公司在交通客运业务上和水务业务上承担着市政府委派的公用事业的经营责任，属于政府性垄断经营，垄断经营的策略能产生规模化效应，降低成本。

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。2016~2018 年，公司实现主营业务

收入分别为105.72亿元、161.05亿元和73.39亿元。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1~9月，公司实现主营业务收入54.86亿元。

表 4：2016~2019.Q3 公司主营业务收入情况

单位：亿元、%

主营业务	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
市场经营	28.69	27.14	24.10	14.97	25.02	34.09	19.02	34.66
房地产开发	46.21	43.71	99.17	61.57	21.48	29.27	14.60	26.62
商品销售	7.65	7.24	7.52	4.67	4.75	6.47	3.47	6.33
交通客运	4.42	4.18	4.18	2.60	4.40	5.99	3.29	6.00
水务板块	5.16	4.88	6.00	3.72	6.83	9.30	5.78	10.53
基础设施	3.49	3.30	9.47	5.88	0.31	0.42	0.18	0.33
酒店服务	3.09	2.92	3.46	2.15	3.42	4.66	2.26	4.12
展览广告	2.37	2.24	1.43	0.89	2.05	2.80	0.92	1.67
仓储物流	1.67	1.58	1.03	0.64	0.92	1.26	0.88	1.60
其他	2.96	2.80	4.69	2.91	4.21	5.73	4.47	8.14
合计	105.72	100.00	161.05	100.00	73.39	100.00	54.86	100.00

注：收入加总数与合计数有差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

市场经营

公司的市场开发经营业务主要由市场集团及市场集团控股子公司商城集团（股票代码：600415，市场集团持股 55.82%）负责运营。市场集团本部所经营的市场主要服务于义乌市本地，为本地居民的生产生活提供商品流通服务，而商城集团则侧重于全国及国际化商品流通服务，打造义乌国际商贸城品牌。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，市场经营板块实现营业收入分别为 28.69 亿元、24.10 亿元、25.02 亿元和 19.02 亿元，2017 年收入略有下滑，主要系市场出台相关政策对部分优质商户降低租金所致。

商城集团主要经营有国际商贸城一区至五区、篁园市场等专业市场，已经发展为国内外具有重要影响力的小商品市场。同时，市场集团本部还经营副食品市场、果品市场、家具市场、义乌装饰城和浙中木材市场等其他多家专业市场，涉及家居建材、生活服务等多个领域。国际商贸城由一至五区市场组成：一区市场主要经营花类（仿真花）、玩具和饰品配件等；二区市场主要经营五金、电子、

钟表等六大类商品；三区市场主要经营文化用品、办公学习用品、体育休闲用品、服装辅料等；四区市场主要经营袜类、日用百货、手套、帽类等 14 类商品；五区市场主要经营进口商品、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件等商品。篁园市场包括主体市场与配套星级酒店两个部分，主体市场定位为专业服装市场。

截至 2019 年 9 月末，公司主要商贸市场可出租面积 168.81 万平方米，已出租面积 162.24 万平方米，整体出租率达到 96.11%，较高的出租率为公司提供了稳定的收入来源。

表 5: 截至 2019 年 9 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	13,740.96	82.08
篁园市场	94,793.22	93,726.92	98.88
国际商贸城一区	95,493.16	95,571.87	99.94
国际商贸城一区东扩	42,591.91	30,621.75	71.90
国际商贸城二区	162,335.30	161,244.98	99.24
国际商贸城三区	146,422.20	141,274.85	96.42
国际商贸城四区	275,008.74	267,209.82	92.99
国际商贸城五区	140,504.16	131,195.86	92.75
国际商贸城五区进口馆	31,339.80	28,486.10	90.89
生产资料市场	259,074.30	248,354.80	95.94
副食品市场	41,434.00	40,658.00	98.1
果品市场	22,000.00	22,000.00	100
花卉市场	7,652.24	7,652.24	100
新马路菜市场	5,881.00	5,867.40	99.77
粮食市场	16,654.00	16,654.00	100
浙中农副产品物流中心	34,788.40	34,788.40	100
义乌家居城一区	102,663.50	102,663.50	100
义乌家居城二区	40,978.00	40,978.00	100
义乌家居城三区	87,034.04	86,974.64	99.93
义乌汽车交易中心	64,700.00	52,687.50	81.43
总计	1,688,089.03	1,622,351.59	96.11

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

在商铺定价机制方面, 为促进义乌小商品市场繁荣并拉动当地经济发展, 商城集团所经营的商铺采取的是以政府指导价为主的定价机制, 具体出租方式分为四类: 定向安排、定向招商、招投标和定向招商, 针对的商户和收取的商铺费均不相同。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安排, 合同期一般为 5 年, 其商铺使用费以政府指导价为借鉴标准, 价格远低于市场价格; 定向招商类针对名、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, 符合条件的企业在招商时享有相应的优惠政策; 招投标类针对的商户没有特别要求, 主要是在大批量招商时, 商户因经营时间、税收额度达不到安排性质, 经审核取得资格参加招投标, 合同期一般为 2 年或 5 年 (3+2); 定向招商性质商位, 主要是针对一般品牌产品企业招商, 通过投标方式取得的入场资格商位, 合同期一般为 3 年。截至 2019 年 9 月末, 公司商贸市场定价仍以定向安排为主, 定向招商方式定价的商铺较少。

表 6: 截至 2019 年 9 月末公司商贸市场概况

市场名称	商位数 (个)			商位租金 (元/平方米/年)				
	定向安排	定向招商	招投标	定向招商	定向安排	定向招商	招投标	定向招商
数码城	-	227.00	-	-	-	483.00	-	-
篁园市场	4,290.50	896.50	5.50	-	1,957.56	487.16	2,522.07	-
国际商贸城一区	6,650.50	224.50	748.00	-	2,973.00	1,350.00	5,151.00	-
国际商贸城一区东扩市场	19.50	12.50	1,656.00	-	2,362.00	2,119.00	2,576.00	-
国际商贸城二区	4,945.00	923.00	2,120.00	-	2,184.70	1,034.53	3,492.58	-
国际商贸城三区	4,211.00	1,039.50	1,448.00	23.50	1,686.67	1,252.50	2,841.50	1,650.50
国际商贸城四区	11,389.00	2,440.00	2,800.50	37.50	3,413.00	2,043.00	2,761.00	1,190.00
国际商贸城五区	1,246.50	4,569.00	115.00	11.00	1,931.00	714.00	2,217.00	2,064.00
国际商贸城五区进口馆	-	339.50	-	-	-	329.00	-	-
生产资料市场	-	4,116.00	-	-	-	305.26	-	-
副食品市场	2,543.00	113.00	285.00	-	2,177.00	1,200.00	3,500.00	-
果品市场	244.00	-	20.00	-	1,000.00	-	3,300.00	-
花卉市场	119.50	2.00	33.50	-	200.00	582.70	564.00	-
新马路菜市场	-	-	675.00	-	-	-	5,935.38	-
粮食市场	237.00	15.00	40.00	-	390.00	360.00	532.00	-
浙中农副产品物流中心	243.00	97.00	72.00	135.00	984.12	871.38	900.74	985.58
义乌家居城一区	343.00	-	-	-	490.00	-	-	-
义乌家居城二区	633.00	-	-	-	547.50	-	-	-
义乌家居城三区	1,140.00	-	1.00	-	527.50	-	490.00	-
义乌汽车交易中心	-	-	289.00	-	-	-	489.70	-
总计	38,254.50	15,014.50	10,308.50	207.00	19,411.05	11,088.53	34,511.97	5,890.08

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看，由于受到电子商务等因素的影响，公司市场开发经营业务的商位租金略有下降，但在行业内部依然保持很强的竞争力，近年来公司该业务运营稳健。

商品外贸业务

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。2016~2018年及2019年1~9月，公司商品外贸业务板块实现营业收入分别为7.65亿元、7.52亿元、4.75亿元和3.47亿元。

商城贸易公司成立于1999年，是义乌创办最早、规模最大的专业外贸流通企业之一。商城贸易公司依托义乌小商品市场，销售商品辐射全国以及亚洲、欧洲、美洲、非洲等180多个国家及地区，主要销售商品为服装、工艺品、纺织品、日用百货、玩具等，主要出口国包括巴西、泰国、德国等。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。

表 7：2016~2017 年商城贸易公司外贸业务收入情况

单位：万元		
贸易产品	2016	2017
服装	7,368.26	5,779.30
工艺品	356.99	239.24
纺织品	18,611.92	11,546.22
日用品	22,631.46	17,939.71
玩具	419.80	321.82
其它商品	127.80	66.39
合计	49,516.23	35,892.68

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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9月末，商城集团仍持有商城贸易公司35.80%股份，为公司联营企业。

恒风进出口公司成立于2004年，注册资金200万元，经过多年发展，与义乌市规模较大的国有外贸经营企业均已建立起长期稳定的客户关系。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。外贸自营业务由恒风进出口公司向国内供货商收购商品，后向国外客户出口商品，商品以高端服装为主，上游供货商以浙江省的纺织厂为主；代理业务由恒风进出口公司接受国内出口供货商的委托，作为其代理人于国外客户签订出口合同，按一定比例向国内供货商收取代理费。代理业务对贸易风险控制较严，一般要求国外客户货款全到后发货，且恒风进出口公司在签订出口合同时确定汇率区间，出现汇率风险时由国内供货商与国外客户共同承担。

表 8：2016~2019.Q3 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.Q3
针纺织品	5,175.03	7,061.21	13,064.41	6,353.00
日用品	6,314.77	10,052.10	10,066.46	6,215.00
服装	6,514.14	6,199.89	5,018.14	3,043.00
办公用品	15.67	-	-	62.00
五金电器	2,340.97	1,950.58	2,337.77	1,204.00
其它	732.27	-	-	-
合计	21,092.85	25,263.78	30,486.78	16,877.00

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，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。

交通客运

公司的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”）和交投集团负责运营。恒风交运成立于2001年12月，注册资本8,600万元，主要业务包括城乡公交、出租客运、长途客运和客运场站经营，此外，恒风集团经营业务还涵盖汽车检修、环保检测、汽车广告、二手车交易服务等方面。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，运输业务收入下降。2016~2018年和2019年1~9月，公司交通客运板块形成的营业收入分别为4.42亿元、4.18亿元、4.40亿元和3.29亿元；其中2018年增长主要系新增义东高速通行费收入。

表 9：2016~2019.Q3 公司交通客运营业收入情况

类别	单位：亿元			
	2016	2017	2018	2019.Q3
公交运营	1.41	1.34	1.23	0.91
出租客运	0.10	0.32	0.24	0.16
长途客运	2.00	1.30	1.37	0.92
客运场站经营	0.40	0.35	0.26	0.17
高速公路运营	-	-	0.52	0.70
其他	0.51	0.88	0.77	0.44
合计	4.42	4.18	4.40	3.29

注：收入加总数与合计数有差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司城乡公交业务包括义乌市城区及城乡间的公交客运服务，主要由恒风交运下属公共交通分公司运营。截至2019年9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186条，线路总长3,038公里，总车辆数1,296辆。2016~2018年及2019年1~9月，公司实现客运量分别为14,672.11万人次、13,415.71万人次、11,913.51万人次和8,878.97万人次，获得政府补贴分别为2.58亿元、3.00亿元、3.77亿元和3.21亿元。

表 10：2016~2019.Q3 公司城乡公交业务经营状况

业务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
车辆数（辆）	1,291	1,367	1,336	1,296
公交线路（条）	160	179	181	186.00
线路长度（公里）	2,490.75	2,737.58	2,753.27	3,038.00
客运量（万人次）	14,672.11	13,415.71	11,913.51	8,878.97
行驶里程（万公里）	6,921.98	7,295.66	7,453.94	5,470.55
政府补贴（万元）	25,775.97	30,005.81	37,655.16	32,146.55
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

公司出租客运业务主要由恒风交运下属汽车出租分公司、义乌市联运有限公司和义乌市恒风运达出租客运股份有限公司负责运营。截至2019年9月末，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。2016~2018年及2019年1~9月，出租客运业务分别产生收入1,049.55万元、3,160.52万元、2,375.69万元和1,602.67万元。

公司长途客运业务主要由恒风交运下属义乌市恒风长途客运有限公司（以下简称“长途客运公司”）负责运营。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9月末，长途客运公司共有营运线路108条，营运车辆143辆；其中责任制考核线路91条，责任制考核车辆78辆。责任制考核经营模式由长途客运公司采购车辆，经营者交纳责任制考核指标款及经营风险保证金，自负盈亏。经营合同期限新增班车首签合同为三年，已有班车合同为一年一签。长途客运公司对责任制考核班车的经营行为、安全生产、服务质量、各项费用缴纳等情况进行信誉考核，考核不达标者长途客运公司将不再与其续签经营合同或立即终止其经营合同。2016~2018年及2019年1~9月公司长途客运分别实现收入2.00亿元、1.30亿元、1.37亿元和0.92亿元。近年义乌市客流量逐年下降，加之高速铁路线路逐步增加，居民出行方式选择增多，致使近年公司长途客运业务收入有所下滑。

公司客运场站业务主要由恒风交运负责运营，恒风交运对停靠客运站的其他营运公司车辆收取代理费、站务费和停站管理费用。截至2019年9

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。其中，南方客运站于 2018 年 6 月份从稠州西路 80 号搬迁至龙回客运枢纽；国际商贸城长途客运中心于 2014 年初竣工，目前已投入运营；江东客运站由于客流量下降，已合并入国际商贸城长途客运中心。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司实现客运周转量分别为 54,746.93 万人次、49,261.65 万人次、40,078.48 万人次和 23,511.23 万人次；实现收入分别为 0.40 亿元、0.35 亿元、0.26 亿元和 0.17 亿元。

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，起点位于杭金衢高速后宅街道三里店村附近，终点位于甬金高速钱塘村附近，主线全长约 21.6 公里，双向六车道，设计时速 100km/h。义东高速是交投集团承建并负责运营的高速公路工程，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 1~9 月，高速公路运营业务实现收入分别为 0.52 亿元和 0.70 亿元。

总体来看，公司的公交客运业务经营范围较广，各子业务板块均具有较高的行业地位和竞争力，其中城乡公交业务得到义乌市政府重点支持，补贴力度较大，同时随着义东高速正式通车运营，公司新增车辆通行费收入。但中诚信证评也关注到，交通客运业务 2018 年毛利率进一步下滑，对政府补贴的依赖程度较高。

水务板块

公司水务板块主要由水务集团负责经营。水务集团整合了全市水务资源，组建成集自来水供应、污水处理为一体、城乡区域统一运营管理的水务经营集团，重点围绕发展供水、污水处理两大主业。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司水务板块实现营业收入分别为 5.16 亿元、6.00 亿元、6.83 亿元和 5.78 亿元。

表 11：公司水务板块经营情况

单位：万元				
项目	2016	2017	2018	2019.Q3
供水	30,096.10	32,705.69	33,054.39	28,130.90
污水处理	12,162.47	15,598.64	17,827.76	12,967.00
水务工程	9,364.54	10,058.65	14,601.49	12,826.69
水利工程	-	1,590.88	2,799.15	3,859.47
合计	51,623.11	59,953.86	68,282.81	57,784.06

注：收入加总数与合计数有差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

自来水供应方面，水务集团拥有江东、城北、上溪、苏溪、义南、卫星、强胜和城西八个供水厂，总供水能力 60 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。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，实现供水量分别为 12,851 万吨、13,630 万吨、13,528 万吨和 10,583 万吨；售水量分别为 10,991 万吨、12,026 万吨、12,196 万吨和 9,088 万吨；实现供水收入分别为 3.01 亿元、3.27 亿元、3.31 亿元和 2.81 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司所运营管理的供水管网总长 2,778.82 公里，其中 DN300 以上的主干网 713 公里，阀门 12,178 座。从供水产销差率来看，最近三年及一期公司供水产销差率分别为 14.48%、12.88%、8.93%和 13.19%。

污水处理方面，水务集团承担了义乌市全市生活污水和部分工业企业废水处理和外排工作，目前拥有 9 个污水处理厂，设计日处理能力合计 54 万吨，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司分别实现污水处理收入 1.22 亿元、1.56 亿元、1.78 亿元和 1.30 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 9 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

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 1~9 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 1.28 亿元。

水利工程方面，公司水利工程业务主要由下属子公司义乌市水利工程管理有限公司运营，水利工程业务收入主要系通过运营管理水库资产形成的原水出售收入和水利发电收入。其中原水出售业务既包括对公司自身供水业务的原水供应，也包括对于义乌市第三自来水有限公司及当地印染企业的原水售水收入。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司水利工程形成收入分别为 0.00 万元、1,590.88 万元、2,799.15 万元和 3,859.47 万元。

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环境综合治理工程，该项目为总投资 18.78 亿元，截至 2019 年 9 月末，已投资 7.21 亿元。

总体来看，公司水务业务涵盖自来水供应污水处理及水务工程，产业链齐全，在义乌市具有明显的垄断优势。随着义乌市城镇化进一步推进，公司水务业务将获得进一步发展。

仓储物流

公司仓储物流业务主要由陆港集团负责运营。陆港集团是中国物流与采购联合会评定的中国物流企业最高级别的 5A 物流企业，拥有交通部道路货运二级资质，目前经营管理有江东货运市场、江北下朱货运场、义乌保税物流中心和国内公路港物流中心等物流场站。

表 12：截至 2019 年 9 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
国内公路港物流中心	496,668.05	259,240.00	-

注：国内公路港物流中心自 2019 年 5 月投入使用，不涉及最近三年平均货运量核算。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

为推进浙江省港口一体化工作，根据公司与陆港集团、义乌市国资办和浙江义乌港有限公司签订的《国有资产划转移交协议书》，2017 年 4 月陆港集团将义乌港一期、二期相关资产负债移交给浙江义乌港有限公司。由于义乌港的划出，公司该板块业务的营业收入出现大幅下滑。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司仓储物流业务实现营业收入分别为 1.67 亿元、1.03 亿元、0.92 亿元和 0.88 亿元。

截至 2019 年 9 月末，陆港集团在建物流场站为义新欧铁路物流中心，其总投资为 20.30 亿元，已投资为 5.27 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 9 月末该项目已投资 21.98 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。

总体来看，尽管公司原有的义乌港一期、二期场站已经划出，公司运营的其他物流场站在义乌市经济发展中依旧发挥重要功能，随着未来新欧铁路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。但中诚信证评同时关注到，仓储物流板块在建项目投资规模较大，将给公司带来一定资金压力。

基础设施建设

公司基础设施建设板块主要由城投集团、交投集团和陆港集团三大集团负责经营。2016~2018 年

及 2019 年 1~9 月，公司实现基础设施建设收入分别为 3.49 亿元、9.47 亿元、0.31 亿元和 0.18 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。

城投集团是义乌市最大的市政基础设施施工建设主体，主要负责义乌市内各项城市基础设施建设工程的开发建设。交投集团为义乌市最重要的公路建设主体，主要负责义乌市公路建设与养护，疏港高速、城际轨道交通、甬金铁路、杭长铁路等项目建设。陆港集团是以义乌市国际物流园区、国内物流园区、保税物流园区、快递物流园区以及国际航空港等项目的投资、建设与管理为主的国有企业，主要负责市场及物流配套基础设施建设。

各集团直接承建的政府城市基础设施建设工程，直接由相应集团与义乌市政府签订委托开发协议，市政基础设施施工收入为市政基础设施建设成本加成一定比例的投资收益，公司每年根据财政局出具的代建确认函确认回款项目及建设成本，义乌市政府根据此拨付资金。

截至 2019 年 9 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款，未来义乌市财政局将安排市场化补偿机制予以回款。截至 2019 年 9 月末，公司主要在建基础设施建设项目共 30 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 244.00 亿元，已投资 77.61 亿元。

总体来看，公司承担了义乌市大部分政府工程项目的建设投资和管理职能，在义乌市城镇化建设过程中发挥了重要作用。同时，中诚信证评关注到，公司在建基础设施建设项目投资规模较大，将给公司带来较大投资压力，且目前项目的回款进度较慢。

房地产开发

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建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建投集团负责经营管理。

2016~2018 年及 2019 年 1~9 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 14.60 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。

公司非保障性住房业务主要以普通住宅地产的开发建设为主，同时包括部分商业地产、工业地产和其他零星房地产业务。商城房产成立于 2001 年，拥有房地产开发暂定资质，以住宅项目为主，商业配套用房为辅。截至 2019 年 9 月末，商城房产的东城印象、荷塘月色、凤凰印象和钱塘印象及浦江绿谷一期等项目已交付，商城房产在建房地产项目主要为浦江绿谷二期和嘉美广场。义乌市中福置业有限公司成立于 2012 年，注册资本 1 亿元，拥有国家房地产开发三级资质，经营范围为房地产开发销售。义乌市神州置业有限公司成立于 2002 年，注册资本 2,000 万元，拥有国家房地产开发三级资质，主要从事房地产开发工作，目前已累计开发房地产超过 40 余万平方米，包括恒风盘龙广场及义乌神力创业园等项目。义乌市绣湖置业有限公司成立于 2016 年，注册资本 1 亿元人民币，拥有国家房地产开发四级资质，近年来根据建投集团商业转型计划，开始从事房地产开发业务。

建投集团主要承担政府性城乡集聚建设项目建设、投资和管理，业务模式主要分为以政府指导价定向销售和政府购买服务两种。城乡新社区集聚项目以村级集体经济组织为主要集聚安置对象，包括高层公寓、产业用房、商业用房、商务楼宇等多

种类型。其中，第一批城乡集聚建设项目建成后，由集聚建设对象根据可置换权益面积等实际情况，选择高层公寓或高层公寓结合其他类型用房及货币等方式进行置换。保障性住房根据政府指导价进行定向安置，由此产生的亏损由政府进行补贴。截

至 2019 年 9 月末，建投集团的苏溪新社区-安福家园、佛堂新社区-蟠龙花园、稠江新社区-香溪印象等项目已经完工，主要在建项目为新社区集聚-江东毛店地块，项目总投资 21.10 亿元，已投资 7.70 亿元。

表 13：截至 2019 年 9 月末公司主要在建房地产项目情况

单位：万元、万平方米

项目名称	类型	开发时间	总投资	已投资	资金来源	可售面积	销售进度	是否保障性住房
浦江绿谷二期	住宅	2017.4	104,600	67,436	自筹	11.77	44.13%	否
嘉美广场	住宅、商业	2018.5	143,100	115,120	自筹	6.43	45.56%	否
印象徽州	住宅、商业	2003.11	57,100	62,851	自筹	14.40	86.00%	否
中福广场	写字楼	2014.9	320,000	232,518	自筹	43.85	未开盘	否
社投集团·文昌学府	住宅、商业	2019.1	20,000	16,055	自筹	1.46	已开盘	否
苏溪印象	住宅、商业	2019.4	143,351	66,959	自筹	14.46	未开盘	否
合计	-	-	788,151	560,939	-	92.37	-	-

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

根据义乌市政府的工作安排，2018 年 4 月，江东毛店地块、香溪 A2 地块、稠江古姆塘地块等第二批城乡新社区集聚项目采用政府购买服务模式，由建投集团负责建设。建投集团与义乌市城市管理委员会签订政府购买服务协议，购买服务费由实际投资成本、财务成本和管理费用组成；其中，实际投资成本由购买主体义乌市城市管理委员会核定、按实结算，财务成本根据公司实际垫付资金情况按

实计取，管理费按义乌市政府批准的标准计取，一般不超过实际总投资 2.00%。收入确认方面，待项目完工且经义乌市城市管理委员会验收合格后，据实结算购买服务费，公司以此确认收入。购买服务费主要来源于义乌市财政性资金，在财政预算中统筹安排，并将在合同期内逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。截至 2019 年 9 月末，在建项目计划总投资 73.52 亿元，已投资 22.93 亿元。

表 14：截至 2019 年 9 月末建投集团第二批城乡新社区集聚项目情况

单位：亿元

项目名称	开发周期	总投资	已投资	协议回款额	是否保障性住房	业务模式
新社区集聚-江东毛店地块	2018.7-2021.3	21.10	7.70	28.11	是	政府购买服务
新社区集聚-香溪 A2 地块	2018.8-2021.9	7.39	2.34	10.08	是	政府购买服务
新社区集聚-稠江古姆塘地块	2018.8-2020.12	10.70	3.20	14.6	是	政府购买服务
新社区集聚-佛堂小江滩地块	2018.9-2021.7	19.78	5.40	12.53	是	政府购买服务
新社区集聚-福田湖塘地块	2018.9-2021.5	8.55	2.29	5.13	是	政府购买服务
新社区集聚-镇中北侧 1#地块	2018.6-2021.3	6.00	2.00	8.50	是	政府购买服务
合计		73.52	22.93	78.95	-	-

注：佛堂小江滩项目和福田湖塘项目于政府购买服务签订后增加了建设规模，政府购买服务合同协议回款金额是按原项目建设规模测算的暂定数据，后续将按实结算。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，随着房地产板块交付高峰结束，公司房地产开发收入大幅下降，且受建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。此外，公司房地产开发业务易受政策影响，未来可能面临一定市场风险。

棚户区改造

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，建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建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，建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。收入确认方面，待项目完工且经义乌市城市管理委员会验收合格后，据实结算购买服务费，公司以此确认收入。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 9 月末，建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、胜利社区回迁房地块、市场社区回迁房地块、车站社区回迁房地块等棚户区改造项目，计划总投资 153.40 亿元，已投资 112.32 亿元。

表 15：截至 2019 年 9 月末主要城市有机更新项目情况

项目名称	单位：万元	
	总投资	已投资
城市有机更新仓后 01 地块	196,390	166,234
城市有机更新湖大塘 01 地块	134,000	59,435
城市有机更新湖大塘 02 地块	97,385	58,501
城市有机更新向阳上片西区地块	216,950	197,917
义乌市城市有机更新-剧院北侧地块	67,000	59,086
城市有机更新-市场社区回迁房地块	142,825	106,364
城市有机更新-胜利社区回迁房地块	470,000	320,592
城市有机更新-车站社区回迁房地块	110,680	80,527
城市有机更新-楼店东侧回迁房地块	98,791	74,511
合计	1,534,021	1,123,167

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司城市有机更新项目整体投资规

模较大，回款周期较长，公司未来面临较大的投资压力，但公司城市有机更新项目签订了政府购买服务协议，为公司的回款提供了有力保障。

酒店服务

公司酒店服务业务板块主要由市场集团本部及商城集团负责经营。市场集团本级拥有五星级酒店义乌国际会议中心，商城集团拥有海洋酒店、银都酒店、商城宾馆、雅屋博览酒店 4 家涉外星级酒店。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司酒店服务业务实现营业收入分别为 3.09 亿元、3.46 亿元、3.42 亿元和 2.26 亿元。

义乌国际会议中心，位于幸福湖畔，项目总用地面积 14.22 万平方米，建筑面积 8.31 万平方米，园林景观工程面积 10 万平方米，为一家五星级园林式酒店。海洋酒店为四星级酒店，目前由全球最大的酒店连锁集团-Best Western International.Inc 进行运营管理，酒店共 17 层，总建筑面积 3.05 万平方米，配备了桑拿、棋牌等休闲娱乐设施。银都酒店是浙中地区第一家四星级酒店，毗邻宾王市场，为集住宿、餐饮、会议、娱乐为一体的豪华商务酒店。

表 16: 2016~2019.Q3 公司持有酒店经营情况

单位: 万元、%

酒店	2016		2017		2018		2019.Q3	
	入住率	营收	入住率	营收	入住率	营收	入住率	营收
义乌国际会议中心	40.60	9,381.73	40.59	10,044.29	42.88	9,338.44	45.34	6,703.28
海洋酒店	59.66	5,153.14	62.28	5,224.73	66.61	5,412.55	66.64	3,838.98
银都酒店	65.49	6,884.87	62.28	5,224.73	68.23	7,784.41	74.50	5,237.95
商城宾馆	51.16	4,896.83	59.68	5,165.69	66.70	5,496.17	68.32	4,003.99
雅屋博览酒店	33.36	5,185.14	34.17	5,566.79	35.65	5,491.40	41.93	3,940.79

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司旗下的酒店均位于义乌市的商贸区域, 在地理位置上有一定的竞争优势, 但中诚信证评也关注到, 近年来公司酒店总体入住率不高, 使得酒店业务盈利能力有限。

展览广告业务

公司展览广告业务主要由商城集团、陆港集团及市场集团负责经营。其中, 商城集团主要经营各类专业博览会及各专业市场广告牌; 陆港集团主要经营公交车体广告、客运场站广告及公交电视等媒体; 城投集团主要经营城市户外广告牌。2016~2018年及 2019 年 1~9 月, 公司展览广告业务实现营业收入分别为 2.37 亿元、1.43 亿元、2.05 亿元和 0.92 亿元。

展览广告业务方面, 2018 年商城集团先后组织了 90 余家企业参加了 10 个海外展会项目。2018 年, 商城集团共举办义博会、森博会、文交会、旅博会、进口商品博览会等各类展览活动 56 场次, 展览面积 83.53 万平方米, 参展企业 16,331 家, 成交额 432.25 亿元。每年 10 月举办的中国义乌国际小商品博览会是经中华人民共和国国务院批准的, 由中华人民共和国商务部、浙江省人民政府等联合举办的, 目前国内最具规模、最具影响、最有成效的日用消费品展览会。同时, 公司拥有篁园市场、宾王市场、国际商贸城、国际会展体育中心等各类专业市场的独家广告经营权。

公交车体广告、客运场站广告及公交电视业务, 主要由恒风集团下属子公司义乌市恒风传媒科技有限公司负责经营。义乌市恒风传媒科技有限公司是集设计、制作、发布、代理于一体的专业公交广告公司, 是中国广告协会资质认定委员会认定的“中国二级广告企业”。目前, 义乌市恒风传媒科技

有限公司拥有义乌市市区及城乡 186 条线路、1,296 辆公交车、客运场站广告牌和公交电视等媒体的广告经营权。

总体来看, 公司的展览广告业务具有较高的专业水平, 承担着提升义乌市小商品市场国际知名度的重要责任, 但中诚信证评也关注到, 公司的广告展览业务盈利能力较低, 利润空间有限。

公司治理

治理结构

公司是义乌市人民政府批准, 授权管理、经营国有资产的国有独资公司, 不设股东会。根据《公司法》及其他有关法律、行政法规、规范性文件及公司章程的要求, 公司已建立健全了董事会、监事会, 建立了规范的公司治理结构。公司董事会由 5 位董事组成, 非职工代表担任董事的由义乌市国资办委派, 职工代表担任董事的由职工代表会议选举产生。董事会设董事长 1 名, 由市国资委推荐, 在董事会成员中选举产生。董事每届任期三年, 届满可以连任。董事会行使审议批准公司的发展战略与规划、决定企业的年度融资计划及融资项目、决定企业的年度投资计划及投资项目、决定企业的年度财务预算和决算方案等职责。

公司设有监事会, 由 5 名监事组成, 其中 3 名由市国资委委派。监事每届任期三年, 届满可以连任。监事会设主席 1 名, 由市国资委推荐, 在监事会成员中选举产生。公司监事会对全体股东负责, 按照《公司法》、《证券法》、《公司章程》和《监事会议事规则》的规定, 对公司依法运作情况、公司财务情况、投资情况进行监督检查, 维护公司和全体股东的利益。

总理由董事会按程序聘任或解聘。总经理对公司管委会负责并报告工作，组织实施公司管委会的决定，通过专业化和市场化运作，筹集发展资金，确保国有资本“有进有退”和保值增值目标的实现。

内部控制

为提高公司的整体控制能力和管理水平，公司在财务管理、投融资管理、子公司管理等方面建立了一套有效的企业监管体系和管理措施。

财务管理方面，公司对财务基础工作、资本金和负债、流动资产、长期资产、收入、成本费用等各重点科目均建立了管理办法，以保证资金的筹集和有效使用，以及财务收支的计划、控制、核算、分析、考核等各项财务工作的顺利进行。

投融资管理方面，公司明确了权益性融资和债务性融资的原则及审批权限，并对融资风险管理做出了具体规定，以规范融资行为、降低资本成本，降低融资风险。同时，公司规定了投资审批权限和投资审批程序，并对投资项目监控及项目验收考核做出了具体规定，以加强投资管理，规范投资行为，提高资金运作效率，保证资金运营的安全性、收益性。

在资金管理方面，公司制定了募集资金管理制度，募集资金到位后，公司及时办理验资手续，由具有证券从业资格的会计师事务所出具验资报告，并立即按照招股说明书、募集说明书等信息披露文件所承诺的资金使用计划，组织募集资金的使用工作。

在对外担保管理方面，公司对外担保由公司统一管理，未经公司批准，子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保，也不得请外单位为其提供担保，公司为其他机构或个人提供担保应由公司董事会或股东大会决定。

总体看，公司各项规章制度较为完善，目前已建立了较健全的治理结构和内控体系，为公司的持续稳定发展奠定了良好的基础。

战略规划

公司的定位是：以国有资本经营和国有股权管理为重点，以国有资本的证券化和价值最大化为目

标的投融资平台。公司未来将通过专业化和市场化运作，确保国有资本的有进有退和保值增值目标的实现。公司将承担“五大主体”功能，即实现义乌市战略意图的产业投资主体，以市场方式进行资本运作的融资主体，推动义乌市国企改革的产业整合主体，加强义乌市小商品城市场建设的实施主体，推进义乌市国际贸易综合改革试点城市建设的实践主体。

未来 3-5 年，公司将在义乌市建设国际性商贸名城战略策动下，以培养和经营中国小商品城为中心，通过制度创新、业务创新和技术创新，不断优化资源配置，依托信息技术，巩固与加强在市场建设和经营领域中的领先优势，建成以小商品市场为龙头，要素市场为支撑，专业市场相配套，适应现代市场经济、与国际接轨的现代化市场体系，把中国小商品市场建设成全国小商品的流通中心、展示中心、信息中心和电子商务中心，继续做大市场规模，进一步确立行业龙头地位，大力开拓国际市场，建立国际营销和服务网络，积极发展全方位的现代服务业。围绕小商品市场的发展，公司将不断拓展物流领域优势，依托国家交通运输部和浙江省政府确定的重点扶持物流园区政策，建设成囊括国内物流、国际物流和物流信息三大平台建设经营为主的基地型物流体系，推动区域内社会经济的平稳快速发展。同时，其他商品销售、交通客运、酒店服务、公用事业及市政建设等业务将紧紧依托小商品市场繁荣带来的客流、人流优势，不断提升服务水平，实现跨越式发展。

业务上，公司将坚持以市场开发服务为核心，交通、物流、商贸以及公共服务等各类配套产业同步发展的产业布局，成为围绕小商品市场经营上下游各类产业全面发展综合性企业。

总体来看，公司根据其自身经营实际制定的战略规划较为稳健，其发展战略有望逐步实现。

财务分析

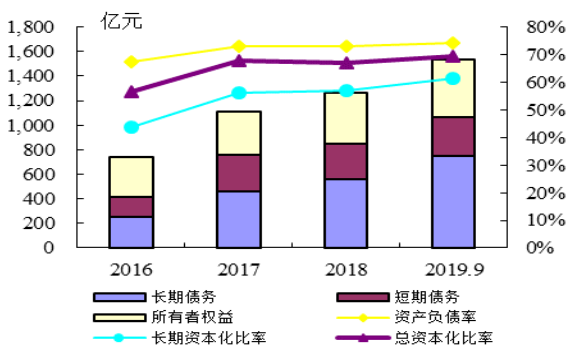
下列财务分析基于公司提供的经亚太（集团）会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年度、2017 年度和 2018 年度审计报告以及未经审计的 2019 年 1~9 月财务报表。公

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。2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司资产总额分别为 983.93 亿元、1,324.98 亿元、1,545.06 亿元和 1,810.56 亿元；同期，公司负债总额分别为 662.35 亿元、967.21 亿元、1,126.38 亿元和 1,341.75 亿元。所有者权益方面，近年来公司所有者权益持续增长，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司所有者权益分别为 321.58 亿元、357.77 亿元、418.68 亿元和 468.82 亿元；其中，2017 年公司下属水务集团获得水库资产划入 16.02 亿元，城投集团收到财政项目资本金 13.47 亿元；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，建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；2019 年 1~9 月，公司收到财政增资款 2 亿元，下属子公司建投集团收到项目资本金等增加资本公积 30.86 亿元，交投集团收到杭温铁路资本金等增加资本公积 12.81 亿元，陆港集团、金控公司、水务集团分别增加资本公积 3.05 亿元、0.83 亿元和 0.81 亿元，推动公司资本公积增长，使得公司自有资本实力进一步增强。公司财务杠杆比率方面，由于公司新增债务较多，公司财务杠杆比率上升明显，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司资产负债率分别为 67.32%、73.00%、72.90%和 74.11%；同期，总资本化比率分别为 56.08%、67.89%、66.88%和 69.43%。

图 3：2016~2019.Q3 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、无形资产和其他非流动资产构成，占非流动资产的比例分别为 7.52%、6.49%、5.00%、24.20%、16.08%、8.10%和 27.90%。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司可供出售金融资产分别为 43.06 亿元、72.80 亿元、76.45 亿元和 84.45 亿元，2017 年增长主要系对义乌和谐明芯股份投资合伙企业（有限合伙）新增投资 12.50 亿元，对义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）新增投资 12.00 亿元，对义乌奇光股权投资合伙企业（有限合伙）新增投资 2.00 亿元，对南通紫荆华通股权投资合伙企业（有限合伙）新增投资 2.00 亿元等所致。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，长期应收款分别为 2.36 亿元、41.84 亿元、66.01 亿元和 77.65 亿元，主要系建投集团以政府购买服务方式建设安置房项目的实际开发支出，项目竣工验收后移交给义乌市城市管理委员会并由其按合同约定支付政府购买款。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，长期股权投资分别为 25.05 亿元、29.55 亿元、50.85 亿元和 63.43 亿元，主要系对联营及合营企业投资增长。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司固定资产分别为 179.12 亿元、193.78 亿元、246.01 亿元和 259.19 亿元，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；截至 2018 年末，用于银行借款抵押的固定资产账面价值为 12.60 亿元。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司在建工程分别为 105.64 亿元、158.45 亿元、163.47 亿元和 224.09 亿元，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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司无形资产分别为 65.74 亿元、72.79 亿元、82.32 亿元和 80.38 亿元，主要由土地使用权、软件、线

路经营权及横锦水库用水权构成，其中土地使用权主要为市场集团和商城集团经营的各种专业市场占用土地以及陆港集团经营的仓储物流园占用土地。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司其他非流动资产分别为 49.47 亿元、236.84 亿元、283.57 亿元和 268.64 亿元，主要为棚户区改造项目前期征收成本，2017 年公司棚户区改造项目投资体量较大，使得其他非流动资产增长较多。

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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司货币资金为 89.30 亿元、115.74 亿元、103.70 亿元和 174.91 亿元，2016~2018 年末，货币资金受公司业务发展和资金安排等因素影响有所波动，2019 年 9 月末较 2018 年末增加 71.21 亿元，主要系当期新增应付债券及长短期借款规模较大所致。截至 2019 年 9 月末，公司受限货币资金合计 29.09 亿元，占货币资金总额 16.63%。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，其他应收款分别为 64.44 亿元、84.55 亿元、129.87 亿元和 165.63 亿元，主要系关联方往来款增长所致；截至 2018 年末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 9 月末，公司应收经营性款项 157.03 亿元，主要包括

往来款 48.88 亿元、财务资助及利息 36.65 亿元、应收政府补助和退税 32.00 亿元、代垫款及备用金 17.15 亿元和押金、保证金 12.26 亿元等。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，存货分别为 287.50 亿元、252.14 亿元、250.20 亿元和 323.88 亿元，存货主要由开发成本和开发产品构成，开发成本和开发产品主要为市场集团、城投集团和建投集团开发建设的基础设施建设项目以及房地产开发项目，2016~2018 年末存货有所下降主要系公司房地产项目交付较多，2019 年 9 月末存货规模增幅较大，主要系房地产项目及基础设施建设项目不断推进所致。

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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司长期借款分别为 139.21 亿元、306.29 亿元、332.59 亿元和 378.14 亿元，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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，公司应付债券分别为 94.54 亿元、133.08 亿元、222.13 亿元和 369.39 亿元，持续增长，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。

表 17：截至 2019 年 12 月 27 日公司存续债券情况

单位：年、亿元、%

债券名称	起息日	期限	余额	利率
15 义城投	2015/12/7	7	6.6	4.31
15 义市 01	2015/12/16	5	10	3.9
16 义乌国资 MTN001	2016/7/27	5	17	4.2
16 义市 01	2016/8/3	5	10	3.4
16 社投棚改项目 NPB01	2016/11/24	5	3.5	4.25
17 义乌国资 GN001	2017/7/13	3	8	5.48
17 义乌专项债	2017/8/18	7	16.2	5.48
17 义乌 01	2017/9/22	5	19	5.1
17 义乌 02	2017/9/22	5	2	5.3
17 义乌 03	2017/11/21	5	9	5.62
18 义乌国资 MTN001	2018/3/23	3	13	6.67
18 义乌国资 GN001	2018/4/12	3	7	6.27
18 义乌国资 PPN001	2018/4/13	3	10	6.18
18 义乌 01	2018/4/16	5	30	6.2
18 义乌 02	2018/4/16	5	20	6.3

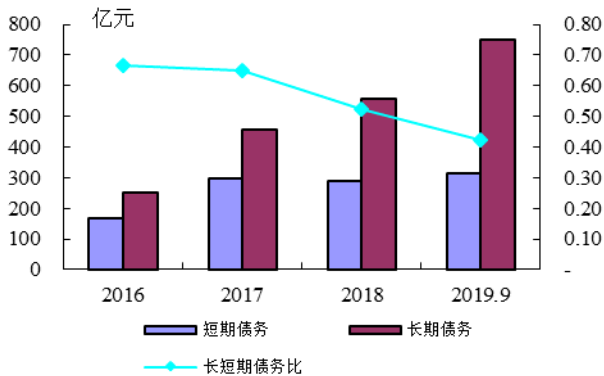
18 义乌国资 MTN002	2018/8/2	3	30	4.64
18 义乌国资 MTN003	2018/8/17	3	10	6.7
18 浙小商 MTN001	2018/9/6	3	10	4.75
19 义乌市场 MTN001	2019/1/22	3	9	4.1
19 义市 01	2019/5/20	5	20	5
19 义乌国资 MTN001	2019/5/29	3	20	4.17
19 小商 01	2019/6/5	3	8	4.3
19 义纾 01	2019/6/5	5	5	5
19 义市 02	2019/7/11	5	5	4.8
19 浙小商 MTN001	2019/7/15	3	10	3.99
19 义水 01	2019/7/22	5	7.5	5.79
19 义水 03	2019/7/29	5	2.5	5.75
19 义乌国资 CP001	2019/4/4	1	30	3.38
19 浙小商 SCP004	2019/9/2	0.74	10	3.3
19 小商 02	2019/9/27	3	7	3.99
19 义乌国资 PPN001	2019/10/14	3	15	4.26
19 义乌国资 SCP002	2019/10/16	0.74	15	3.25
19 浙小商 MTN002	2019/10/21	3	10	3.97
19 义乌 01	2019/10/24	5	15	4.3
19 义建 01	2019/11/19	3	10	4.89
19 义乌国资 SCP003	2019/11/27	0.33	19	3.3
19 浙小商 SCP005	2019/12/11	0.74	10	3.37
CHOUZHOU INTERNATIONAL 4% N2020	2017/12/5	3	5 亿美元	4
CHOUZHOU INTERNATIONAL INVESTMENT LIMITED 4.5% 20220530	2019/5/30	3	6 亿美元	4.5
合计	-	-	459.30 亿元人民币 +11 亿美元	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，短期借款分别为 73.60 亿元、142.25 亿元、127.65 亿元和 149.39 亿元，2017 年公司业务规模扩张，通过短期借款补充流动资金，2018 年公司调整债务结构，短期借款规模有所下降。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，其他应付款分别为 66.32 亿元、62.06 亿元、90.13 亿元和 98.90 亿元，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。2016~2018 年末及 2019 年 9 月末，其他流动负债分别为 77.18 亿元、105.32 亿元、107.87 亿元和 119.38 亿元，2017 年末较上年末增长 28.15 亿元，主要系当年公司发行 17 义乌国资 SCP001、17 义乌国资 SCP002 及 17 义乌国资 CP001 融资等超短融及短融债券所致。

从债务情况来看，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司总债务分别为 410.68 亿元、756.50 亿元、845.37 亿元和 1,064.81 亿元。近年来，公司下属城投集团、建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、物流园区建设及对外股权投资等。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，2016~2018 年及 2019 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.67 倍、0.65 倍、0.52 倍和 0.42 倍，以长期债务为主。

图 4：2016~2019.Q3 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

公司业务板块较多，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司分别实现主营业务收入 105.72 亿元、161.05 亿元、73.39 亿元和 54.86 亿元。营业收入主要以市场经营业务和房地产开发业务收入为主，2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，市场经营板块实现营业收入分别为 28.69 亿元、24.10 亿元、25.02 亿元和 19.02 亿元，主要来自于市场集团和商城集团的租金收入，2017 年收入略有下滑，主要系市场出台政策对部分优质商户降低租金所致；房地产板块业务收入分别为 46.21 亿元、99.17 亿元、21.48 亿元和 14.60 亿元，2016~2017 年公司房地产开发收入大幅增加，主要系公司房地产项目集中交付所致。另外，商品销售收入、交通客运收入、水务板块收入和基础设施建设收入也是公司主营业务收入的重要组成部分。2016~2018 年及 2019 年 1~9 月，公司商品销售收入分别为 7.65 亿元、7.52 亿元、4.75 亿元和 3.47 亿元，受商城贸易公司转出影响，

公司贸易业务规模有所缩减；水务板块收入分别为 5.16 亿元、6.00 亿元、6.83 亿元和 5.78 亿元，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，同期分别为 4.42 亿元、4.18 亿元、4.40 亿元和 3.29 亿元，2018 年增长主要系新增义东高速通行费收入。

毛利率方面，2016~2018 年公司主营业务毛利率分别为 30.11%、13.83% 和 14.44%，2017 年占比较高的市场经营业务和房地产开发业务毛利率均大幅下降，使得当年公司营业毛利率降至 13.83%。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，2016~2018 年分别为 29.40%、10.10% 和 0.80%，主要系建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分别为 66.54%、55.37% 和 55.20%，其中 2017 年毛利率大幅下降主要系市场出台政策对部分优质商户降租以及新增海城公司折旧等成本所致。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，2016~2018 年毛利率分别为 1.89%、11.19% 和 85.87%，2018 年公司尚无办理竣工结算的项目，收入仅为建设管理费，导致该板块毛利率较高。2019 年三季度，公司主营业务毛利率回升至 20.86%，其中公司市场经营业务毛利率回升至 62.01%，房地产开发业务毛利率回升至 7.07%。

表 18：2016~2019.Q3 公司主营业务收入和毛利率情况

主营业务	2016		2017		2018		2019.Q3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
市场经营	28.69	66.54	24.10	55.37	25.02	55.20	19.02	62.01
房地产开发	46.21	29.40	99.17	10.10	21.48	0.80	14.60	7.07
商品销售	7.65	2.35	7.52	5.31	4.75	4.11	3.47	5.3
交通客运	4.42	-65.66	4.18	-98.17	4.40	-119.26	3.29	-100.62

水务板块	5.16	8.00	6.00	2.88	6.83	2.53	5.78	5.02
基础设施	3.49	1.89	9.47	11.19	0.31	85.87	0.18	83.47
酒店服务	3.09	-0.19	3.46	1.50	3.42	4.78	2.26	8.14
展览广告	2.37	20.67	1.43	6.14	2.05	14.77	0.92	2.61
仓储物流	1.67	23.76	1.03	4.36	0.92	3.40	0.88	-0.07
其他	2.96	17.48	4.69	25.74	4.21	17.46	4.47	24.64
合计	105.72	30.11	161.05	13.83	73.39	14.44	54.86	20.86

注：收入加总数与合计数有差异系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016~2018年及2019年1~9月，公司的三费支出合计分别为13.46亿元、16.68亿元、29.08亿元和23.28亿元；同期，三费收入占比分别为12.38%、10.02%、36.86%和36.85%。2018年及2019年1~9月，公司期间费用占比较高，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，管理费用（包括研发费用）分别为8.93亿元、9.90亿元、11.19亿元和8.72亿元，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，主要系会计科目调整。

表 19：2016~2019.Q3 公司期间费用分析

单位：亿元

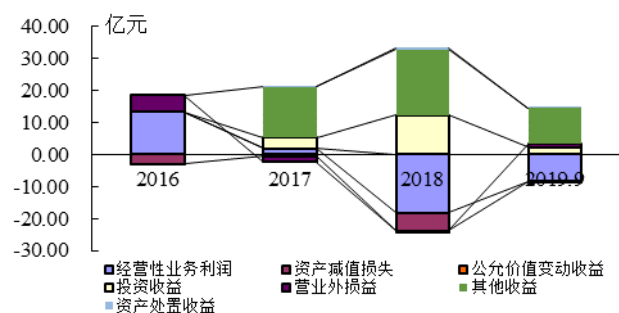
	2016	2017	2018	2019.Q3
销售费用	2.76	2.58	2.26	1.60
管理费用（含研发费用）	8.93	9.90	11.19	8.72
财务费用	1.77	4.20	15.63	12.95
期间费用合计	13.46	16.68	29.08	23.28
营业总收入	108.69	166.54	78.88	63.16
三费收入占比（%）	12.38	10.02	36.86	36.85

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

利润总额方面，2016~2018年，公司利润总额分别为15.43亿元、18.83亿元和9.43亿元，主要由投资收益和政府补助构成。其中，经营性业务利润分别为13.19亿元、1.75亿元和-18.20亿元，近年来受营业毛利率波动及三费支出大幅增长影响，经营性业务利润持续降低。2016年，营业外损益为5.11亿元，主要为政府补助，2017年由于会计准则的变更，公司收到与日常经营相关的政府补助和财政补贴计入其他收益，2017~2018年其他收益分别

为15.81亿元和20.33亿元。2016~2018年，公司实现投资收益分别为0.08亿元、3.47亿元和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。近年来，政府补助和投资收益的增长，弥补了公司经营业务利润的下滑。资产减值损失方面，2016~2018年，公司资产减值损失分别为2.94亿元、0.55亿元和5.61亿元，2016年公司对南昌欧风置业有限公司的投资计提的减值准备大幅增加，2018年固定资产减值损失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1~9月，公司利润总额为6.10亿元，其中经营性业务利润-8.33亿元、其他收益11.38亿元、投资收益2.22亿元、营业外损益0.82亿元。

图 5：2016~2019.Q3 公司利润总额构成



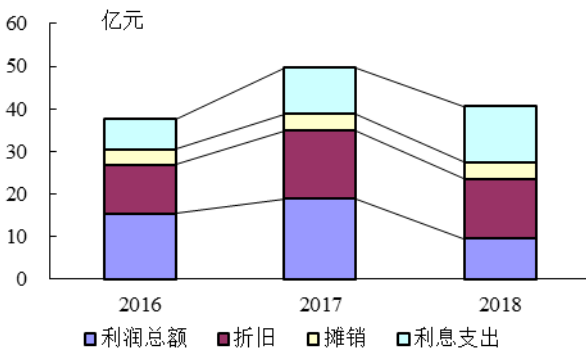
资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，近年来受房地产业务交付进度影响，公司收入规模波动较大；受收入结构变化，公司营业毛利率也有所波动。同时，随着债务规模的增长，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，2016~2018年，公司经营活动净现金流分别为-52.74亿元、-184.97亿元和-8.17亿元，2017年由于公司新增棚户区改造项目投资体量较大，公司现金流出状况较为严重。经营活动净现金流持续呈净流出状态，尚难对债务本息形成覆盖。2019年1~9月，公司经营活动净现金流为-52.17亿元。

图 6：2016~2018 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。2016~2018年，公司 EBITDA 分别为 37.58 亿元、49.58 亿元和 40.63 亿元，受利润总额影响呈波动趋势。偿债指标方面，2016~2018 年，公司总债务/EBITDA 分别为 11.14 倍、15.26 倍和 20.81 倍，EBITDA 利息保障倍数分别为 2.62 倍、2.29 倍和 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持续减弱。

表 20：2016~2019.Q3 公司部分偿债指标情况

指标	2016	2017	2018	2019.Q3
总资产 (亿元)	983.93	1,324.98	1,545.06	1,810.56
总债务 (亿元)	410.68	756.50	845.37	1,064.81
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	-52.17
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	-0.07
经营活动净现金流/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 年三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 2019 年 9 月末，公司存量债务为 1,064.81 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。

表 21：截至 2019 年 9 月末公司主要债务到期分布情况

	2019.10~12	2020	2021
到期债务	138.47	261.32	209.23

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

银行授信方面，公司与多家银行保持良好的合作关系，截至 2019 年 9 月末，公司在中国银行、工商银行等银行获得的授信额度合计 791.86 亿元，其中已使用授信额度为 520.60 亿元，未使用授信额度为 271.26 亿元，备用流动性较好。

或有负债方面，截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额合计为 70.52 亿元，占公司净资产比例为 15.04%。其中，公司之子公司义乌市农信融资担保有限公司对外实际提供的担保责任总余额为 8.52 亿元。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司受限资产账面价值合计为 94.08 亿元，占总资产的比重为 5.20%，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，项目回款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，中诚信证评评定义乌市国有资本运营有限公司信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；评定“义乌市国有资本运营有限公司 2020 年公开发行公司债券（第一期）”信用等级为 **AA+**。

关于义乌市国有资本运营有限公司 2020年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

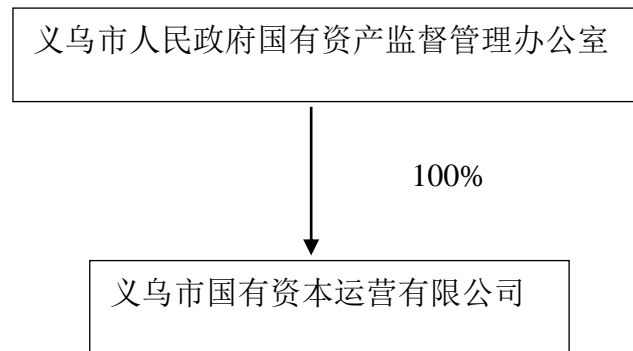
根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

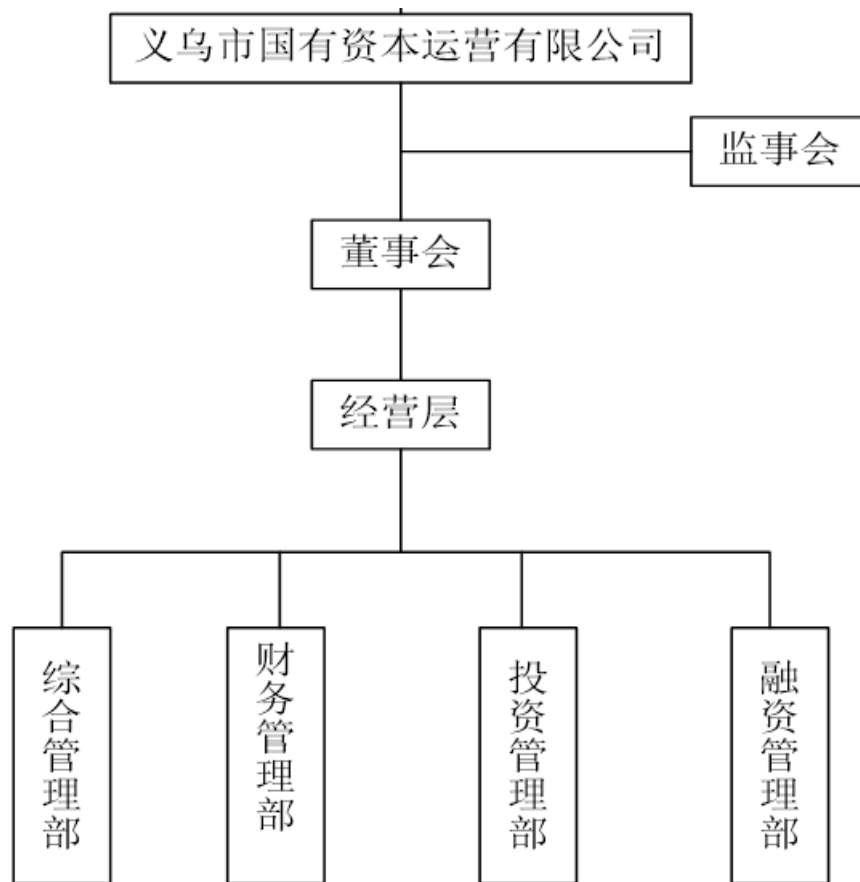
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxr.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

附一：义乌市国有资本运营有限公司股权结构图（截至 2019 年 9 月 30 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 9 月 30 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.Q3
货币资金	893,046.58	1,157,365.22	1,037,002.23	1,749,109.56
应收账款净额	17,777.80	10,997.66	40,612.11	57,987.01
存货净额	2,874,966.66	2,521,351.37	2,502,043.34	3,238,814.98
流动资产	4,759,093.07	4,851,204.95	5,285,970.70	7,014,341.53
长期投资	681,111.65	1,023,534.84	1,273,034.66	1,478,839.21
固定资产合计	3,111,528.63	3,776,638.67	4,510,480.74	5,287,533.59
总资产	9,839,323.98	13,249,817.16	15,450,572.15	18,105,623.16
短期债务	1,674,783.17	2,983,581.76	2,898,522.45	3,157,561.41
长期债务	2,511,800.60	4,581,460.31	5,555,165.71	7,490,488.90
总债务（短期债务+长期债务）	4,186,583.78	7,565,042.07	8,453,688.16	10,648,050.32
总负债	6,623,530.70	9,672,087.97	11,263,794.73	13,417,471.43
所有者权益（含少数股东权益）	3,215,793.28	3,577,729.19	4,186,777.42	4,688,151.73
营业总收入	1,086,863.10	1,665,373.02	788,833.98	631,604.40
三费前利润	266,433.36	184,348.50	108,809.91	149,457.14
投资收益	765.44	34,650.09	122,387.28	22,187.92
净利润	111,025.29	107,395.98	53,835.02	17,844.41
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	-521,723.85
投资活动产生现金净流量	-781,457.68	-1,393,137.09	-1,329,063.28	-657,787.67
筹资活动产生现金净流量	1,472,683.14	3,467,501.67	1,278,129.15	1,782,694.31
现金及现金等价物净增加额	163,865.64	224,619.54	-138,715.64	603,644.55
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q3
营业毛利率（%）	31.03	15.98	18.97	28.52
所有者权益收益率（%）	3.45	3.00	1.29	0.51
EBITDA/营业总收入（%）	34.58	29.77	51.50	-
速动比率（X）	0.50	0.53	0.58	0.75
经营活动净现金/总债务（X）	-0.13	-0.24	-0.01	-0.07
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
总资本化比率（%）	56.56	67.89	66.88	69.43
长期资本化比率（%）	43.85	56.15	57.02	61.51

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 年三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

期间费用收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用) / 营业总收入

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。