

义乌市国有资本运营有限公司 2019 年公开发行纾困专项公司 债券（第一期）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：李龙泉 lqli@ccxi.com.cn

项目组成员：马蕙桐 htma01@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 6 月 11 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、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.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字[2020]跟踪 0624号

义乌市国有资本运营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 义纾 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十一日

评级观点：中诚信国际维持义乌市国有资本运营有限公司的主体信用等级为 **AA+**，评级展望为稳定；维持“19 义纤 01”的债项信用等级为 **AA+**。中诚信国际肯定了义乌市经济总体平稳增长，公司市场经营业务仍保持很强的竞争力和品牌优势，业务可持续性很强和持续获得股东支持等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司未来资本支出压力较大，债务规模上升较快，偿债压力较大和近年来公司经营活动净现金流持续呈净流出状态等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

义乌国资（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1,324.98	1,545.06	1,860.06	1,941.45
所有者权益合计（亿元）	357.77	418.68	485.28	519.51
总负债（亿元）	967.21	1,126.38	1,374.77	1,421.94
总债务（亿元）	756.50	845.37	1,046.46	1,126.10
营业总收入（亿元）	166.54	78.88	108.66	14.71
经营性业务利润（亿元）	17.57	2.13	10.35	-1.02
净利润（亿元）	10.74	5.38	8.96	-1.05
EBITDA（亿元）	49.58	40.63	49.26	--
经营活动净现金流（亿元）	-184.97	-8.17	-18.43	-24.04
收现比（X）	0.69	1.20	0.93	0.82
营业毛利率（%）	15.98	18.97	22.15	26.63
应收类款项/总资产（%）	9.71	13.01	14.33	15.33
资产负债率（%）	73.00	72.90	73.91	73.24
总资产化比率（%）	67.89	66.88	68.32	68.43
总债务/EBITDA（X）	15.26	20.81	21.24	--
EBITDA 利息倍数（X）	2.29	1.63	1.44	--

注：1、中诚信国际根据 2017~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。2、中诚信国际将 2017~2019 年末及 2020 年 3 月末其他流动负债和其他应付款中有息部分调至短期债务，长期应付款中有息部分调至长期债务。

正面

■ **逐步增强的区域经济实力。**义乌市为全球最大的小商品集散中心，也是全国重要生产加工基地，依托于小商品贸易以及轻

同行业比较

2019 年同区域基础设施投融资企业主要指标对比表

公司名称	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
城投集团	416.80	84.66	79.69	11.54	1.41	8.80
义乌建投	329.90	86.19	73.87	27.11	0.49	-65.79
义乌国资	1,860.06	485.28	73.91	108.66	8.96	-18.43

注：“城投集团”为“义乌市城市投资建设集团有限公司”简称；“义乌建投”为“义乌市建设投资集团有限公司”简称。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额	存续期
19 义纤 01	AA+	AA+	5.00	2019/06/05~2024/06/05

工业制造的产业优势，经济实力稳步增强，财政收入不断增长，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。2019 年及 2020 年一季度，公司市场经营业务运营稳健，保持品牌优势，继续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，其中交通客运和水务经营等板块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，2019 年公司资本公积净增 52.94 亿元，为公司业务继续发展提供有力支撑。

关注

■ **公司资本支出压力较大。**2019 年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，总债务规模快速上升，资产负债率较高；截至 2020 年 3 月末，公司总债务 1,126.10 亿元，短期债务为 365.47 亿元，短期内公司面临一定的偿债压力。

■ **经营活动现金流持续呈净流出状态。**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，2019 年及 2020 年第一季经营活动净现金流缺口继续扩大。

评级展望

中诚信国际认为，义乌市国有资本运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**义乌市经济财政实力显著增强；公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，资产质量显著提升等。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“19 义纾 01”募集资金 5.00 亿元，募集资金全部用于置换前期已投入的纾困资金和补充流动资金，截至 2020 年 3 月末，“19 义纾 01”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

宏观经济和政策环境

宏观经济：在新冠肺炎疫情的冲击下，今年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年末大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致今年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1-2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的内外风险，中国经济面临的挑战前所未有的。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依

存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要

经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

近期关注

金华市为浙江省中部核心城市，拥有五大支柱产业，经济运行稳中有进，产业结构不断优化，财政实力亦稳步增强

金华市位于长三角经济圈南翼，是浙江省中部的核心城市，南北跨度 129 公里，东西跨度 151 公里，土地面积 10,942 平方公里。2011 年金华-义乌都市区被确定为浙江省的第四个大都市区，2013 年 1 月 29 日，中华人民共和国住建部列金华市为第一批智慧城市试点。同时，金华市还是国家级历史文化名城、中国十佳宜居城市之一、G60 科创走廊中心城市。截至 2019 年末，全市常住人口 562.4 万人，城镇化率为 68.7%。

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，2017~2019 年全市实现地区生产总值（GDP）分别为 3,870.22 亿元、4,100.23 亿元和 4,559.91 亿元，同比分别增长 6.5%、5.5%和 6.5%。2019 年，第一产业增加值 145.82 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 1,833.03 亿元，增长 6.3%；第三产业增加值 2,581.06 亿元，增长 6.9%。2019 年，全市人均 GDP（常住人口）为 81,224 元（按年平均汇率折算为 11,774 美元），增长 5.9%。

工业方面，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。2019 年，金华市完成规模以上工业增加值 854.88 亿元，增长 6.6%。固定资产投资方面，2017~2019 年，固定资产投资分别同比增长 11.2%、4.5%和 10.3%。2019 年，金华市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 11.1%、11.3%、13.5%、15.3%。

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。2017~2019 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 357.71 亿元、392.62 亿元和 411.30 亿元，其中，2017~2019 年税收收入占公共财政预算收入的比重分别为 86.79%、87.87%和 87.08%，公共财政预算收入主要依赖于持续增长的税收收入。2017~2019 年，全市政府性基金收入分别为 395.89 亿元、649.74 亿元和 699.95 亿元，2017~2018 年国有土地使用权出让收入分别为 336.98 亿元和 569.43 亿元，保持持续增长趋势。

财政支出方面，公共财政预算支出和政府性基金支出仍然是最主要的两个支出项目，2019 年分别为 664.49 亿元和 708.54 亿元。2019 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）为 61.90%，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 1：2017~2019 年金华市公共财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
公共财政预算收入	357.71	392.62	411.30
其中：税收收入	310.46	345.01	358.14
政府性基金收入	395.89	649.74	699.95
其中：土地出让收入	336.98	569.43	--
公共财政预算支出	536.69	574.00	664.49
政府性基金支出	389.79	651.88	708.54
公共财政平衡率	66.65%	68.40%	61.90%

注：公开市场未披露 2019 年金华市土地出让收入。

资料来源：金华市财政局，中诚信国际整理

义乌市为全球最大的小商品集散中心，已形成特色

区域经济发展模式，经济实力稳步增强，财政收入不断增长，为公司发展提供良好的区域环境

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 8 个街道办事处、6 个建制镇。

产业方面，义乌市是全球最大的小商品出口基地，被誉为世界“小商品之都”，汇集着 26 个大类、180 多万种商品，出口到世界 210 多个国际和地区，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，现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。2018 年 7 月 13 日，义乌市获得国务院批准成为新一批跨境电商综合试验区之一，国际市场和电子商务的继续拓展和深化，为义乌市的出口、贸易带来新的增长动力。2019 年，实现出口总额 2,868 亿元，同比增长 13.7%；实现跨境电子商务交易额 754 亿元，增长 15.2%。同时，在“以商促工，贸工联动”的城市发展战略下，义乌市形成以轻工业为主的制造业产业格局，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。2018 年，义乌市规模以上工业增加值 122.4 亿元，同比增长 10.6%，累计完成销售产值 539.6 亿元，同比增长 13.6%。

近年来，义乌市依托小商品贸易的产业优势，区域经济实力不断提升。2017~2019 年，义乌市地区生产总值（GDP）分别为 1,158 亿元、1,248 亿元¹和 1,421.1 亿元，增长比例分别为 7.5%、7.0%和 7.4%。其中，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%。

财政收入方面，2017~2019 年义乌市完成地方公共财政预算收入分别为 85.00 亿元、95.20 亿元和

101.20 亿元，财政收入稳步增长；其中，2017~2019 年税收占财政收入的比重分别为 92.34%、95.69%和 92.09%，公共财政收入的质量较好。2017~2019 年，义乌市实现政府性基金预算收入分别为 160.20 亿元、269.01 亿元和 315.90 亿元，保持持续增长趋势。

财政支出方面，2019 年，义乌市公共财政预算支出和政府性基金支出分别为 131.21 亿元和 307.14 亿元；2019 年义乌市财政平衡率 77.13%，公共财政自给能力有所下降。

表 2：2017~2019 年义乌市公共财政收支情况（亿元）

项目	2017	2018	2019
公共财政预算收入	85.00	95.20	101.20
其中：税收收入	78.49	91.10	93.20
政府性基金收入	160.20	269.01	315.90
其中：土地出让收入	127.97	228.12	302.46
公共财政预算支出	94.73	107.01	131.21
政府性基金支出	146.16	236.05	307.14
公共财政平衡率	89.73%	88.96%	77.13%

资料来源：义乌市财政局，中诚信国际整理

市场经营业务仍为公司核心业务，商铺出租运营稳健，为公司未来收入的持续性提供了较好保障，2020 年一季度疫情期间为承租者免费顺延租期，对当期租赁收入影响较小

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）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。

商城集团仍主要经营国际商贸城一区至五区、篁园市场等专业市场，已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。截至 2020 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，2018 年义乌市 GDP 修订为 1,309.3 亿元。

¹ 根据第四次全国经济普查结果和我国 GDP 核算制度规

价的商铺较少。

截至 2020 年 3 月末，公司主要商贸市场可出租面积 171.25 万平方米，已出租面积 166.81 万平方米，整体出租率达到 97.41%，较高的出租率为公司提供了稳定的收入来源。2020 年第一季度受疫情影响，公司运营的大部分市场延期开市，公司采取租户租期免费顺延相应天数政策，对公司当期租赁收入的影响不大。

受浙江义乌中国小商品城贸易有限责任公司信用证逾期及股权转让影响，公司商品外贸业务规模有所缩减，需持续关注商品外贸业务的持续性

商品外贸业务板块主要由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。

2017 年，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”）受信用逾期事件影响，暂停相关贸易业务，目前仍处于公安经侦审理过程中。后经过相应股权划转，截至 2020 年 3 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。恒风进出口公司商品销售业务全部为外贸业务，分为自营和代理两种经营模式。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 与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 3：近年恒风进出口公司贸易产品收入情况（万元）

贸易产品	2017	2018	2019	2020.Q1
针纺织品	7,061.21	13,064.41	7,349.09	676.98
日用品	10,052.10	10,066.46	8,306.32	1,562.49
服装	6,199.89	5,018.14	4,105.46	672.98
办公用品	-	-	62.28	-
五金电器	1,950.58	2,337.77	1,798.44	157.14
其它	-	-	-	-
合计	25,263.78	30,486.78	21,621.59	3,069.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，商城集团全资子公司义乌中国小商品城金融控股有限公司（简称“商城金控”）依托大数据平台，开展贸易金融服务，对小商品全产业链提供金融支持。截至 2020 年 3 月末其存量投资项目 23 个，认缴投资金额 45.79 亿元，已出资金额 31.88 亿元。其中，2017 年 4 月，商城金控与上海阜兴实业集团有限公司（原名上海阜兴金融控股（集团）有限公司，以下简称“阜兴实业”）作为有限合伙人设立义乌小商品城阜兴投资中心（有限合伙）（以下简称“产业基金”）；同月，商城金控和产业基金作为有限合伙人设立义乌商阜创智投资中心（有限合伙）²（以下简称“商阜创智基金”），其中商城金控实缴约 6.18 亿元、产业基金实缴约 2.06 亿元（其中商城金控和阜兴实业分别实缴约 1.03 亿元）。

根据商城集团公告，商城金控作为有限合伙人出资认购义乌市弘义股权投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“弘义基金”）49.98% 的份额，该基金认缴出资总额为人民币 20.01 亿元，商城金控作为有限合伙人出资 10 亿元，弘义基金已投资义乌弘坤德胜创业投资合伙（有限合伙）与义乌惠商紫荆二期投资合伙企业（有限合伙）。根据 2019 年 7 月发布公告，商城金控已履行完首期出资义务，

² 2017 年 5 月，商阜创智基金以约 8.21 亿元竞得湖北省资产管理有限公司（以下简称“湖北资管公司”）22.667% 股权（对应注册资本为 68,000 万元）。由于阜兴实业实际控制人朱一栋涉嫌犯罪，商阜创智基金所持有的湖北资管公

司 22.667% 股权被上海公安局冻结，冻结期限至 2020 年 9 月 5 日。股权冻结期间，商阜创智基金无法出售持有的湖北资管公司股权，商城金控的基金份额暂时无法通过正常途径退出。

向弘义基金实缴 3 亿元。

公司交通客运业务经营范围较广，其中城乡公交业务仍获义乌市政府重点支持，补贴力度较大，2019 年受交通出行多元化影响，公交、出租、长途客运等收入小幅下降，但高速公路运营收入增幅较大带动交通客运营业收入提高

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”）和义乌交旅负责运营。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。

表 4：2017~2020.Q1 公司交通客运营业收入情况（亿元）

类别	2017	2018	2019	2020.Q1
公交运营	1.34	1.23	1.22	0.12
出租客运	0.32	0.24	0.22	0.01
长途客运	1.30	1.37	1.20	0.16
客运场站经营	0.35	0.26	0.22	0.03
高速公路运营	-	0.52	1.04	0.08
其他	0.88	0.77	1.01	0.01
合计	4.18	4.40	4.91	0.40

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，中诚信国际整理

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 2020 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 189 条，线路总长 3,021 公里，总车辆数 1,285 辆。受出行方式多元化影响，2019 年城乡公交客运量继续下降，公交客运业务对政府补贴的依赖程度亦有所增加。

表 5：2017~2020.Q1 公司城乡公交业务经营状况

业务指标	2017	2018	2019	2020.Q1
车辆数（辆）	1,367	1,336	1,293	1,285
公交线路	179	181	189	189

(条)				
线路长度（公里）	2,737.58	2,753.27	3,021	3,021
客运量（万人次）	13,415.71	11,913.51	11,679.07	1,125.07
行驶里程（万公里）	7,295.66	7,453.94	7,273.29	1,005.07
政府补贴（万元）	30,005.81	37,655.16	39,906.96	7,700.00
车辆购置支出（万元）	7,242.20	10,888.64	8,247.88	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2020 年 3 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。

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 2020 年 3 月末，长途客运公司共有营运线路 107 条，营运车辆 146 辆；其中责任制考核线路 90 条，责任制考核车辆 85 辆。2019 年义乌市客流量下降，加之高速铁路线路逐步增加，居民出行方式选择增多，致使长途客运业务收入继续下滑。

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 2020 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。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。2019 年公司客运周转量 29,230.41 万人次，较 2018 年末下降 10,848.07 万人次。

此外，公司还运营高速公路运营业务，主要系由义乌交旅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。义东高速是义乌交旅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，义乌交旅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。

公司水务业务涵盖自来水供应污水处理及水务工程，在义乌市具有明显的垄断优势；2019 年供水量、售水量继续增加，但漏损率亦有所上升；同年水务板块在建工程投资压力仍较大

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。

表 6：公司水务板块经营情况（万元）

项目	2017	2018	2019	2020.Q1
供水	32,705.69	33,054.39	36,027.00	7,054.00
污水处理	15,598.64	17,827.76	18,112.71	3,272.14
水务工程	10,058.65	14,601.49	24,650.64	3,878.54
水利工程	1,590.88	2,799.15	5,005.32	988.97
合计	59,953.86	68,282.81	83,795.67	15,193.65

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，中诚信国际整理

表 7：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。截至 2020 年 3 月末，水务集团所运营管理的供水管网总长 2,919.5 公里，其中 DN300 以上的主干网 674 公里，阀门 12,279 座。2019 年，水务集团供水及售水总量均持续增长；同时，漏损率也有所上升。公司自来水供水业务经营情况（万吨、%）

项目	2017	2018	2019	2020.Q1
供水量	13,630	13,528	14,375	2,780
售水量	12,026	12,196	12,734	1,345.83
供水产销差率	12.88	8.93	14.13	20.28

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。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 2020 年 3 月末，公司污水处理厂扩建已投资 6.10 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。

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。

此外，为从源头治理义乌江水域污染，保障市区供水能力，水务集团在建议义乌江环境综合治理工程，该项目为总投资 18.78 亿元，截至 2020 年 3 月末，已投资 8.62 亿元。

仓储物流业务覆盖的物流场站在义乌市经济发展中仍发挥重要功能，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

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

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 8：截至 2020 年 3 月末公司主要物流场站情况（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	474
江北下朱货运市场	133,330.00	14,369	436
义乌保税物流中心	133,333.33	91,913	14
国内公路港物流中心	496,668.05	259,240.00	--
青口物流中心	206,460	73,709	-
福田物流中心	117,915	37,976	-

注：1、国内公路港物流中心自 2019 年 5 月投入使用，青口物流中心和福田物流中心自 2019 年 9 月投入使用，不涉及最近三年平均货运量核算；2、江东货运市场因政府规划改变，整体搬迁至青口物流中心和福田物流中心，已于 2019 年 11 月停止使用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。2019 年 5 月，义乌市国内公路港物流中心投入使用，该物流场站占地面积为 496,668.05 平方米，仓储面积达 259,240.00 平方米，大幅提升公司仓储能力，预计将使公司仓储物流业务收入有所增加。

截至 2020 年 3 月末，陆港集团在建物流站场为义新欧铁路物流中心，其总投资为 20.30 亿元，已投资为 6.30 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 2020 年 3 月末已投资 24.27 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。

2019 年基础设施建设业务收入有所回升，但该板块在建项目较多，投资规模较大，公司仍面临较大的投资压力，2020 年第一季度疫情对项目施工进度及收入结算产生一定影响，中诚信国际将对项目进度、收入及回款保持关注

公司基础设施建设板块主要由城投集团、义乌交旅和陆港集团三大集团负责经营。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司实现基础设施建设收入分别为 9.47 亿元、0.31 亿元、3.69 亿元和 0.00 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，2019 年逐步恢复，2020 年 1~3 月，因受新型冠状病毒肺炎疫情影响，基础设施项目施工进度及收入结算等均受到一定影响。

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。义乌交旅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 2020 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 2020 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、机场路立交文化改造工程等项目，

项目总投资为 280.28 亿元，已投资 90.84 亿元。

表 9：截至 2020 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目情况（万元）

序号	项目名称	规划建设期间	总投资	资金来源	已投资
1	阳光大道立交化改造提档工程	2016~2021	162,167	自筹	95,319
2	金融商务区一期（地下空间）市政设施工程	2017~2020	114,207	自筹	46,903
3	03 省道（宗泽路-环城北路）地下管廊工程	2013~2020	88,059	自筹	34,996
4	交通治堵工程-宗泽路延伸工程	2017~2019	36,050	自筹	14,558
5	博物馆新馆、美术馆项目	2016~2021	63,098	自筹	31,916
6	机场路立交化改造工程一阶段	2018~2021	85,775	自筹	35,034
7	机场路立交化改造工程二阶段	2018~2022	149,514	自筹	23,049
8	机场路立交化改造工程三阶段	2019~2022	432,810	自筹	25,414
9	东河至萧皇塘	2014~2020	112,903	自筹	61,818
10	03 省道改建工程（二期）	2014~2020	303,800	自筹	129,495
11	铁路综合枢纽	2015~2020	154,883	自筹	86,558
12	国贸大道与环城南路互通工程	2019~2021	28,473	自筹	14,973
13	安吉至洞头公路义乌赤岸至永康交界段工程项目	2018~2021	118,890	自筹	9,175
14	S214、S215 义乌江东至赤岸段公路工程项目	2018~2021	351,300	自筹	16,053
15	义乌国际生产资料市场配套道路工程（一期）	2016~2020	86,915	自筹	59,744
16	国际生产资料市场支路工程(开创路以东)	2016~2020	31,339	自筹	18,497
17	国际生产资料市场开创路东侧、雪峰西路南侧道路工程	2012~2021	16,230	自筹	5,907
18	国际生产资料市场开创路西侧、雪峰西路北侧道路	2012~2021	21,135	自筹	7,516
19	义乌国际生产资料市场雪峰以北综合管廊工程	2013~2019	11,469	自筹	4,786
20	义乌杨村溪改造工程	2013~2021	10,178	自筹	5,043
21	集聚区富港大道(西城路-03 省道)工程	2013~2021	33,159	自筹	18,702
22	内陆口岸场站二期配套工程（指挥部）	2013~2021	17,215	自筹	18,621
23	义乌小商品国内物流中心一期、二期配套道路工程（龙海路、安和路、荷花街工程）	2014~2021	21,765	自筹	21,220
24	义乌机场航空口岸配套设施工程	2014~2020	20,025	自筹	24,228
25	义乌市飞行区改造工程	2013~2021	50,000	自筹	46,718
26	物流仓储区配套道路一期工程（配套道路弘贸路、汇通路、荷花街、伏龙山路市政工程）	2013~2020	13,323	自筹	6,338
27	国际陆港物流园区-电商仓储区配套道路一期工程	2019~2021	27,519	自筹	2,744
28	临安至苍南佛堂互通至上佛路段工程	2018~2021	107,420	自筹	8,744
29	G527 至规划 S215 义乌江东连接线工程	2018~2021	133,209	自筹	23,871
	合计	--	2,802,830	--	908,373

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受项目销售及交付进度的影响，近年房地产板块收入有所波动，2019 年该板块收入有所回升，但该业务易受政策和市场环境的影响，未来公司房地产项目承接及进展情况需关注

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（以下简称“中福置业”）、恒风集团下属子公司义乌市神州置业有限公司（以下简称“神州置业”）及建投集团下属子公司义乌市绣湖置业有限公司（以下简称“绣湖置业”）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。

2017~2019年及2020年1~3月，公司房地产板块形成的营业收入分别为99.17亿元、21.48亿元、38.61亿元和1.32亿元。近年来，该板块收入波动较大主要系受交付进度影响。

公司非保障性住房业务包括普通住宅地产、商业地产、工业地产和其他零星房地产的开发建设。

下属房地产子公司自筹资金进行房地产开发建设，通过招拍挂途径获得项目用地，建成后按照市场价格进行销售。开发项目主要集中在义乌市，杭州、南昌、浦江等地区有少量开发项目。2017年下属房地产公司存量住宅地产集中交付后，收入占比下滑，2019年后公司商业地产收入成为非保障性住房业务主要收入来源。

表 10：公司下属房地产公司情况（年、亿元）

公司名称	成立时间	注册资本	房地产资质	主要开发项目
商城房产	2001	25.00	二级资质	义乌荷塘月色、浦江绿谷一期等
中福置业	2012	1.00	三级资质	中福广场等
神州置业	2002	0.20	三级资质	恒风盘龙广场、义乌神力创业园等
绣湖置业	2016	1.00	四级资质	文昌学府等

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至2020年3月末，公司主要在建非保障性住房项目为苏溪印象、嘉美广场

等，项目总投资49.19亿元，已投资34.99亿元。

表 11：截至2020年3月末公司主要在建房地产项目情况（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	65,833	自筹	11.77	56.15%	否
嘉美广场	住宅、商业	2018.5	143,100	121,142	自筹	6.43	61.16%	否
印象徽州	住宅、商业	2003.11	77,400	62,515	自筹	18.78	75.61%	否
建投集团·文昌学府	住宅、商业	2019.1	20,000	17,858	自筹	1.46	未开盘	否
苏溪印象	住宅、商业	2019.4	146,813	82,558	自筹	14.43	21.36%	否
合计	-	-	491,913	349,906	-	52.87	-	-

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间点统计口径不同所致。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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2020年3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。

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 2020 年 3 月末，在建项目计划总投资 73.52 亿元，已投资 29.04 亿元。

表 12：截至 2020 年 3 月末建投集团第二批城乡新社区集聚项目情况（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	9.52	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	3.24	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	4.06	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	6.99	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	2.90	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	2.33	8.50	是	政府购买服务
合计	-	73.52	29.04	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，中诚信国际整理

公司承担多个义乌市棚户区改造项目建设业务，相关项目均签订政府购买服务协议或委托代建协议，为公司回款提供有力保障，但回款周期较长，公司未来面临较大的投资压力

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。管理费按义乌市政府

批准的标准计取，一般不超过 2.00%。

2018 年，受国家政策变化影响，取消棚户区改造政府购买服务模式，公司后续开工的城市有机更新项目采用委托代建方式开展。公司负责工程前期和建设实施阶段的全过程管理，前期资金来源为财政拨款，未来将纳入本级财政支出管理，缺口将由公司自筹。收入确认方面，待工程完成竣工结算并移交后，按照协议规定的决算管理费，以此确认收入。管理费按照项目概算总投资为基准，采用累进费率，费率分布于 0.4%~2%。回款方面，按照协议约定根据工程完工进度阶段支付价款，工程交付使用后，按照批准的项目概算总投资和工程建设费用决算委托集中建设管理费的总价，除 5%作为代建保证金外，其余委托集中建设管理费十日内结算支付，多退少补。

截至 2020 年 3 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 120.36 亿元，已投资 95.43 亿元。

表 13：截至 2020 年 3 月末主要城市有机更新项目情况（万元）

项目名称	总投资	已投资	协议类型
------	-----	-----	------

城市有机更新湖大塘 02 地块	97,385	62,059	政府购买服务
城市有机更新向阳上片西区地块	216,950	209,611	政府购买服务
义乌市城市有机更新-剧院北侧地块	67,000	62,164	政府购买服务
城市有机更新-市场社区回迁房地块	142,825	114,518	委托代建
城市有机更新-胜利社区回迁房地块	470,000	340,215	委托代建
城市有机更新-车站社区回迁房地块	110,680	86,341	委托代建
城市有机更新-楼店东侧回迁房地块	98,791	79,435	委托代建
合计	1,203,631	954,343	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司旗下的酒店均位于义乌市的商贸区域，地理位置上有一定的竞争优势，2019 年公司酒店总体入住率有所提升，但受疫情影响 2020 年第一季度入住率大幅下跌，中诚信国际将对公司酒店服务业务未来运营情况保持关注

公司酒店服务业务板块主要由市场集团本部

表 14：2017~2020.Q1 公司持有酒店经营情况（万元、%）

酒店	2017		2018		2019		2020.Q1	
	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	40.59	10,044.29	42.88	9,338.44	45.92	9,464.58	26.30	1,204.93
海洋酒店	62.28	5,224.73	66.61	5,412.55	65.78	5,088.88	29.87	517.04
银都酒店	62.28	5,224.73	68.23	7,784.41	75.72	7,064.20	27.10	890.48
商城宾馆	59.68	5,165.69	66.70	5,496.17	68.87	5,374.86	40.25	758.50
雅屋博览酒店	34.17	5,566.79	35.65	5,491.40	45.02	5,586.56	24.37	686.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，但公司的广告展览业务盈利能力较低，利润空间有限

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。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司展览广告业务实现营业收入分别为 1.43 亿元、2.05 亿元、2.00 亿元和 0.12 亿元。

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。2017~2019 年及 2020 年 1~3 月，公司酒店服务业务实现营业收入分别为 3.46 亿元、3.42 亿元和 3.43 亿元和 0.37 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。

展览广告业务方面，2019 年商城集团先后组织了近百家企业参加 12 个海外展会项目，包括一带一路沿线重要国家的展会：俄罗斯品牌展、韩国进口商品展示会、贝宁西非中国商品展、哥伦比亚展等。2019 年全年共举办义博会、森博会、文交会、旅博会、进口商品博览会等各类展览活动 50 场次，展览面积 82.56 万平方米，参展企业 17,380 家，成交额 365.64 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 184 条线路、1,325 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。

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 2017 年度~2019 年度审计报告以及未经审计的 2020 年 1~3 月财务报表。2017 年度数据为 2018 年审计报告期初数；2018 年度数据为 2019 年审计报告期初数；2019 年度数据为 2019 年审计报告期末数。公司各期财务报告均按新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。

受房地产业务交付进度影响，公司收入规模波动较大，2019 年主营业务收入有所增长，盈利情况有所好转，政府补贴及投资收益对公司收益形成了良好补充

公司收入主要来自于市场经营和房地产开发等业务，近三年波动较大主要受房地产项目交付进度的影响，2019 年房地产板块业务收入增加带动公司营业收入上涨，2019 年公司实现主营业务收入 98.94 亿元，同比增加 34.81%。

从毛利率水平来看，2019 年公司营业毛利率较上年有所上升，收入占比较大的房地产开发业务毛利率受房地产交付进度影响波动较大，2019 年房地产开发业务毛利率有所上升，带动公司主营业务毛利率提高。2020 年 1~3 月交通客运毛利率大幅下滑

主要系疫情影响，出行率下降使得该板块收入下滑但高速公路折旧规模较大所致。公司水务板块的毛利率基本保持平稳，2020 年 1~3 月水务板块业务毛利率为负，主要系部分水务工程和水利工程暂未结算所致。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，导致该板块毛利率高，2019 恢复正常水平。2019 年仓储物流毛利率由正转负且缺口较大，主要系国内公路港物流中心自 2019 年 5 月投入使用，导致折旧增加所致。

表 15：近年来公司主要板块收入及毛利率构成（亿元、%）

收入	2017	2018	2019	2020.1~3
市场经营	24.10	25.02	26.21	6.39
房地产开发	99.17	21.48	38.61	1.32
商品销售	7.52	4.75	4.99	0.78
交通客运	4.18	4.40	4.91	0.40
水务板块	6.00	6.83	8.38	1.52
基础设施	9.47	0.31	3.70	--
酒店服务	3.46	3.42	3.43	0.37
展览广告	1.43	2.05	2.00	0.12
仓储物流	1.03	0.92	1.70	0.60
其他	4.69	4.21	5.02	1.41
合计	161.05	73.39	98.94	12.91
毛利率	2017	2018	2019	2020.1~3
市场经营	55.37	55.20	56.20	64.12
房地产开发	10.10	0.80	10.72	-3.50
商品销售	5.31	4.11	3.33	5.06
交通客运	-98.17	-119.26	-101.96	-316.81
水务板块	2.88	2.53	3.53	-10.97
基础设施	11.19	85.87	9.72	--
酒店服务	1.50	4.78	7.80	-28.94
展览广告	6.14	14.77	10.40	-21.80
仓储物流	4.36	3.40	-16.96	3.48
其他	25.74	17.46	34.60	17.88
合计	13.83	14.44	16.78	21.59

注：收入加总数与合计计数有差异系四舍五入所致

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用（含研发费用）及财务费用构成。2019 年，公司管理费用（含研发费用）继续增加，主要系员工费用增长以及折旧摊销费用增加推动管理费用同步上升所致。2020 年 1~3 月，公司期间费用收入比为 39.25%，公司对期间费用的控制水平仍有待加强。

公司利润总额主要由经营性业务利润和投资收益构成。其中，2019年，经营性业务利润为10.35亿元，同比增加384.76%，主要系2018年受主营业务收入大幅下降及三费支出大幅增长影响，经营性业务利润低，2019年主营业务收入回升，三费支出增幅较小，使得经营性业务利润回升明显。2019年其他收益为22.88亿元，主要为政府补助。同期，公司实现投资收益分别为5.36亿元，投资收益对公司利润总额形成较大的补充。资产减值损失方面，2019年，公司资产减值损失为3.94亿元，主要来自于对义乌华鼎锦纶股份有限公司计提减值准备3.13亿元。

表 16：近年来公司期间费用和盈利能力相关指标（亿元、%）

科目	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	2.58	2.26	2.91	0.61
管理费用（含研发费用）	9.90	11.19	12.35	2.88
财务费用	4.20	15.63	15.99	2.29
期间费用合计	16.68	29.08	31.26	5.77
期间费用收入比	10.02	36.86	28.77	39.25
利润总额	18.83	9.43	13.23	-0.01
经营性业务利润	17.57	2.13	10.35	-1.02
其中：其他收益	15.81	20.33	22.88	1.39

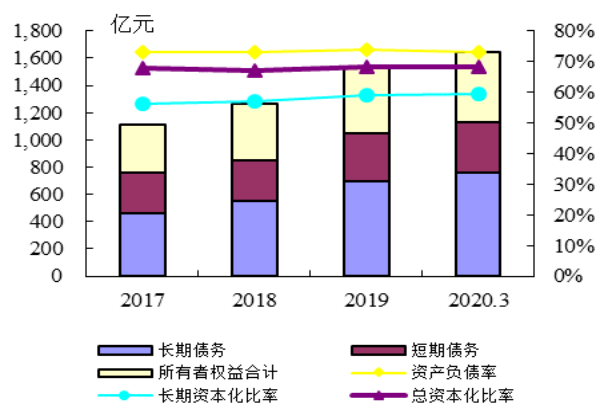
资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

随着公司业务规模的继续扩张以及股东方资产注入及资本金的划拨，公司资产规模和所有者权益规模继续增长；项目投资增加使得债务规模扩大，公司财务杠杆水平仍保持高位；且公司存货及其他非流动资产比重较大，整体资产流动性较弱

2019年公司业务的持续推进，公司资产于2019年明显增加。2019年末，公司总资产为1,860.06亿元，同比增加20.39%；同期，公司融资活动大幅增加，总负债为1,374.77亿元，同比增长22.05%；同期所有者权益为485.28亿元，受益于股东方资产注入及资本金的划拨，所有者权益较去年同期增加15.91%。

财务杠杆比率方面，2020年3月末资产负债率为73.24%，基本保持稳定；同期，总资本化比率为68.43%，较2019年末小幅增加0.11%，整体而言，公司财务杠杆比率仍处于较高水平。

图 1：2017~2020.Q1 公司资本结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

从资产构成上来看，公司资产以非流动资产为主，截至2020年3月末，公司非流动资产占总资产比重为64.03%。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，截至2020年3月末，其金额分别为65.01亿元、150.22亿元、64.75亿元、282.41亿元、200.45亿元、84.50亿元和307.15亿元。公司可供出售金融资产以成本计量的可供出售金融资产为主，主要为对和谐成长二期（义乌）投资中心（有限合伙）、义乌和谐明芯股份投资合伙企业（有限合伙）、义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙）、义乌奇光股权投资合伙企业（有限合伙）的投资。长期应收款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。2019年新增城市有机更新回迁地块共七个项目，截至2019年末，项目实际开发支出合计60.86亿元，使得2019年长期应收款大幅增加；同期，48.04亿元的长期应收款被用于取得银行借款质押。2019年长期股权投资有所增加主要系对联营及合营企业投资增长所致。公司固定资产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，2019年固定资产规模增长，主要系在建工程完工结转新增固定资产所致，截至2019年末，用于银行借款抵押的固定资产账面价值为16.23亿元。公司在建工程2019年同比增加13.04%主要系公司及各子公

司承接的义乌陆港国内物流中心、03 省道改造工程、疏港高速等工程项目投入增加。公司无形资产主要由土地使用权、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。公司其他非流动资产主要为棚户区改造项目前期征收成本，2019 年公司棚户区改造项目投资体量增大，有机更新专项资金规模增加，使得其他非流动资产继续增长。

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 2020 年 3 月末，其金额分别为 190.74 亿元、144.17 亿元和 334.48 亿元。具体来看，货币资金 2020 年 3 月末较 2019 年末增长 27.82%，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 年末，公司受限货币资金合计 3.81 亿元，占货币资金总额 2.56%。其他应收款主要由关联方往来款和政府机关款项构成，截至 2019 年末前五大其他应收款合计 70.65 亿元，以 1 年内为主；同期末，公司前五大其他应收款分别为义乌经济技术开发区开发有限公司 22.61 亿元往来款、义乌市双江湖开发集团有限公司 17.33 亿元往来款、应收义乌市财政局新社区集聚建设补助款 11.78 亿元、义乌兴茂置业有限公司资金拆借款 11.66 亿元以及伟海债权收购款 7.26 亿元。存货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，2019 年存货同比增加 25.58% 主要系房地产项目及基础设施建设项目不断推进所致。

表 17：近年来公司主要资产情况（亿元）

科目	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	115.74	103.70	149.22	190.74
其他应收款	84.55	129.87	116.22	144.17
存货	252.14	250.20	314.20	334.48
可供出售金融资产	72.80	76.45	74.32	65.01
长期应收款	41.84	66.01	145.35	150.22
长期股权投资	29.55	50.85	62.36	64.75
固定资产	193.78	246.01	285.19	282.41
在建工程	158.45	163.47	184.77	200.45

无形资产	72.79	82.32	80.02	84.50
其他非流动资产	236.84	283.57	304.54	307.15

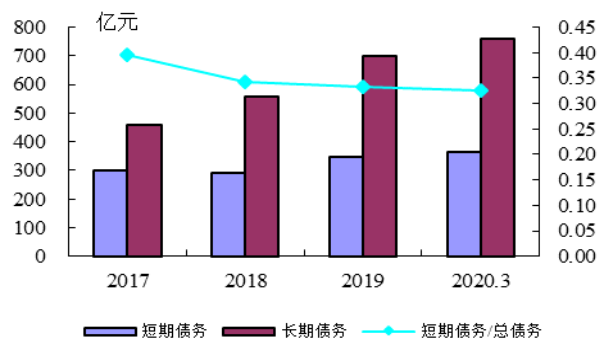
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债结构方面，公司负债以非流动负债为主，截至 2020 年 3 月末，公司非流动负债占负债总额的 58.63%。公司非流动负债主要以长期借款、应付债券为主，截至 2020 年 3 月末，其金额分别为 300.90 亿元和 423.55 亿元。其中，公司长期借款以质押借款为主。2020 年 3 月末公司应付债券较去年末增加 14.97% 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。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和其他流动负债构成。截至 2020 年 3 月末，公司短期借款为 144.05 亿元，公司业务规模扩张，通过短期借款补充流动资金。同期，公司其他应付款（含应付利息和应付股利）为 131.45 亿元，主要为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。2020 年 3 月末，公司其他流动负债为 95.83 亿元，主要系公司发行的短期应付债券。

债务结构方面，近年来公司债务结构以长期债务为主。2020 年 3 月末，公司总债务为 1126.10 亿元，较 2019 年末增长 7.61%，债务规模增长较快。同期，公司长短期债务比为 0.48 倍，仍以长期债务为主。

图 2：2017~2020.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司经营活动净现金流持续为负，EBITDA 对债务本息覆盖能力欠佳，公司备用流动性较好，偿债风险尚属可控

受工程建设项目资金投入大、建设和回款周期长等因素影响，公司经营活动净现金流长期为负，无法对债务本息形成有效覆盖。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额及折旧构成，2019 年，公司 EBITDA 为 49.26 亿元，较上年增加 8.64 亿元，主要受益于利润总额的回升，公司的获现能力有所增强。

债务指标方面，2019 年，公司总债务/EBITDA 为 21.24 倍，较上年小幅增加 0.43 倍；EBITDA 利息保障倍数为 1.44 倍，较上年减少 0.19 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖能力均有所下降。

表 18：近年来公司偿债能力分析（亿元、倍）

指标	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	298.36	289.85	348.03	365.47
长期债务	458.15	555.52	698.43	760.63
总债务	756.50	845.37	1046.46	1126.10
货币资金/短期债务	0.39	0.36	0.43	0.52
EBITDA/短期债务	0.17	0.14	0.14	--
经营活动净现金流	-184.97	-8.17	-18.43	-24.04
经营活动净现金流/总债务	-0.24	-0.01	-0.02	-0.09
经营活动净现金流利息覆盖倍数	-8.55	-0.33	-0.54	--
EBITDA	49.58	40.63	49.26	--
总债务/EBITDA	15.26	20.81	21.24	--
EBITDA 利息倍数	2.29	1.63	1.44	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

具体到期分布来看，公司 2020 年 4~12 月、2021 年、2022 年、2023 年到期有息债务金额分别为 285.61 亿元、243.24 亿元、206.15 亿元和 78.12 亿元，公司各期债务到期规模均较大，中诚信国际将对公司债务到期情况及还本付息安排保持关注。

表 19：截至 2020 年 3 月末公司债务到期情况（亿元）

项目名称	2020 年 4~12 月	2021 年	2022 年	2023 年
到期债务	285.61	243.24	206.15	78.12

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，公司与多家银行保持良好的合作关系，截至 2020 年 3 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 827.87 亿元，其中已使用授信额度为 496.32 亿元，未使用授信额度

为 331.55 亿元，备用流动性较好。

或有负债方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额合计为 84.74 亿元，占公司净资产比例为 16.31%。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 11.35 亿元，公司之子公司义乌市中新力合担保公司对外实际提供的担保责任总余额为 2.23 亿元。

受限资产方面，截至 2020 年 3 月末，除收益权、应收账款等不可计量的资产外，公司受限资产账面价值合计为 108.25 亿元，占净资产比重为 20.84%，受限资产主要包括下属子公司土地、存货、在建工程等，主要受限原因为借款抵质押。

过往债务履约情况：根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 10 日，公司无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

此外，商城集团于 2017 年 12 月发布公告，称其下属商城贸易公司发生信用证逾期情况，目前逾期金额 1.096 亿元，商城贸易公司认为业务经办人涉嫌信用证诈骗，已向义乌公安局经侦大队报案，经侦大队已受理并立案，案件目前尚在侦查阶段。另，公司于 2018 年 3 月发布公告，因信用证纠纷事项，中国银行股份有限公司义乌市分行向浙江省金华市中级人民法院提起诉讼，被告一为商城贸易公司，被告二为商城集团，诉讼金额为 1.14 亿元，目前案件处于立案受理阶段。随后，经过股权转让及无偿划转，截至 2018 年 4 月末，商城贸易公司不再纳入公司合并报表范围，商城贸易公司系公司联营企业，商城集团持有其 35.8% 股权。2019 年 1 月，中国证券监督管理委员会浙江监管局在日常监管中发现商城集团存在未及时履行信息披露义务和内部控制评价披露不准确的问题，对商城集团及主要责任人分别采取出具警示函的监督管理措施，记入证券期货市场诚信档案。中诚信国际将持续关注上述事项对公司未来运营和整体信用状况的影响。

外部支持

公司作为义乌市最大的国有资本运营主体，获得股东及当地政府在资产划拨、资金注入以及财政补贴等方面的支持

公司经授权管理经营国有资产，是义乌市属国有企业集团集中、统一的出资和综合控股平台，为市属国有企业集团提供融资、资金管理等服务。自成立以来，公司每年均获得股东以资产划拨、拨款等形式的注资。2017~2019 年末及 2020 年 3 月末，公司资本公积分别净增 21.63 亿元、24.19 亿元、52.94 亿元和 31.14 亿元，其中 2017 年末增长主要系划入的水库资产及下属子公司收到的项目资本金；2018 年末增长主要系划入的房屋资产及收到的项义乌建投项目启动资金；2019 年增长主要系义乌建投及交旅集团等子公司收到的项目资本金。

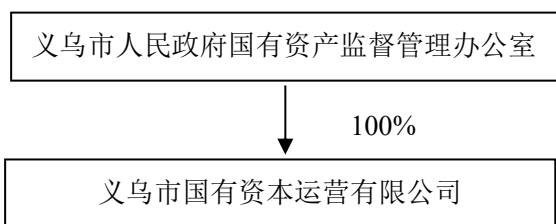
鉴于公司在城市基础设施建设和公用事业方面履行的重要职能，每年均获得义乌市政府给予的公交城乡一体化补贴、油价补贴、项目贴息、财政债务置换转换补助等。2017~2019 年，公司收到的政府补助分别为 15.84 亿元、20.34 亿元和 22.77 亿元。

同时，义乌市享受多项国家及地方政府政策支持，有利于公司市场经营板块的持续发展。2011 年，义乌国际贸易综合改革试点获国务院批准，义乌成为浙江唯一的商贸服务业集聚区，为更好的构筑市场销售和公共服务平台提供了优越的外部环境。

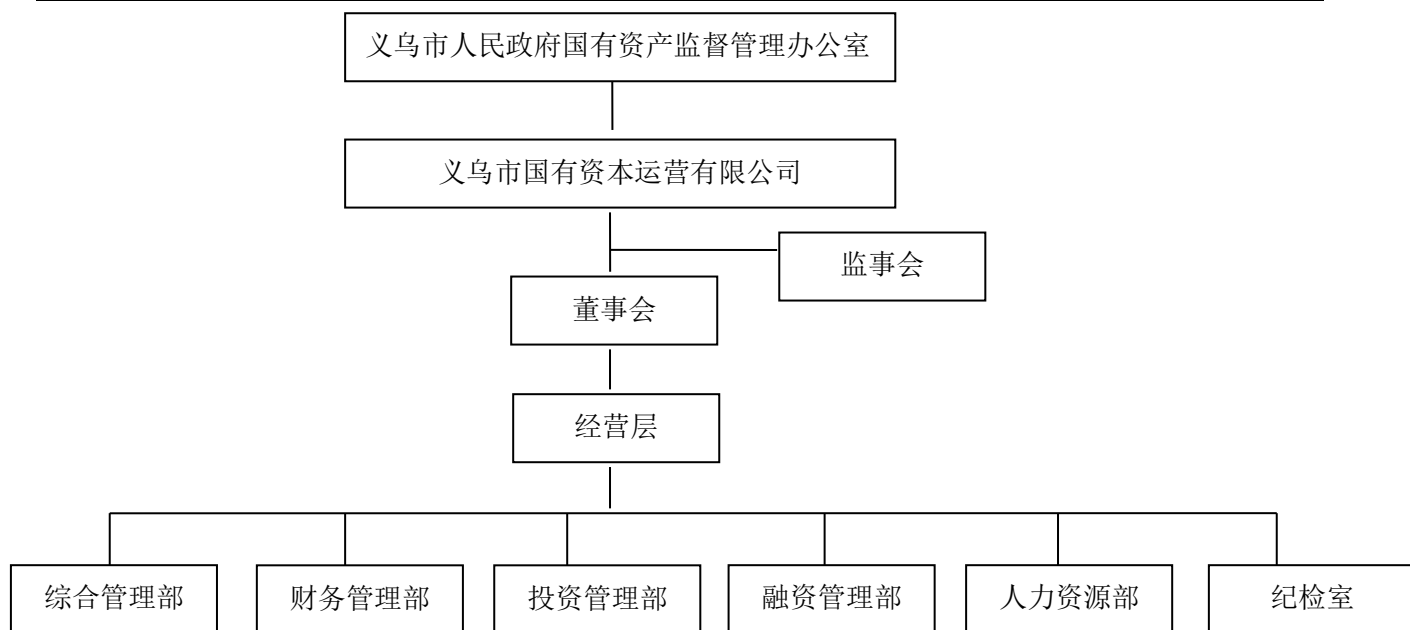
评级结论

综上所述，中诚信国际维持义乌市国有资本运营有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 义纾 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：义乌市国有资本运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2020 年 3 月末）



序号	一级子公司名称	合计持股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	义乌市市场发展集团有限公司	90.00	7,833.77
2	义乌市水务建设集团有限公司	100.00	52,000.00
3	浙江恒风集团有限公司	91.92	32,628.86
4	义乌市国际陆港集团有限公司	100.00	20,000.00
5	义乌市城市投资建设集团有限公司	100.00	52,100.00
6	义乌市交通旅游产业发展集团有限公司	100.00	100,000.00
7	义乌市建设投资集团有限公司	100.00	50,000.00
8	义乌市金融控股有限公司	100.00	106,500.00
9	义乌产权交易所有限公司	100.00	1,000.00
10	金华义产拍卖有限公司	100.00	300.00
11	浙江义乌高新区开发建设有限公司	100.00	50,000.00
12	义乌市社会保障市民卡服务有限公司	100.00	3,000.00
13	义乌市民间融资服务中心有限公司	90.00	5,000.00
14	义乌丝路新区建设投资有限公司	100.00	10,000.00
15	浙江义乌干部学院培训服务有限公司	100.00	1.00
16	义乌市工业资产管理有限公司	100.00	100,000.00
17	义乌市农信融资担保有限公司	100.00	100,000.00
18	义乌市国有资本运营（香港）有限公司	100.00	2,000.00 万港币
19	义乌市创新股权投资有限公司	100.00	10,000.00



资料来源：公司提供

附二：义乌市国有资本运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	1,157,365.22	1,037,002.23	1,492,224.22	1,907,415.50
应收账款	10,997.66	40,612.11	23,419.30	31,821.40
其他应收款	845,477.83	1,298,666.11	1,188,306.50	1,441,709.69
存货	2,521,351.37	2,502,043.34	3,142,016.39	3,344,813.16
长期投资	1,023,534.84	1,273,034.66	1,578,753.55	1,500,349.75
在建工程	1,584,411.51	1,634,613.67	1,847,711.42	2,004,520.09
无形资产	727,866.86	823,201.85	808,235.29	845,011.89
总资产	13,249,817.16	15,450,572.15	18,600,569.19	19,414,507.65
其他应付款	620,631.19	901,291.94	1,322,185.27	1,314,542.17
短期债务	2,983,581.76	2,898,522.45	3,480,300.06	3,654,666.01
长期债务	4,581,460.31	5,555,165.71	6,984,274.26	7,606,292.87
总债务	7,565,042.07	8,453,688.16	10,464,574.32	11,260,958.88
总负债	9,672,087.97	11,263,794.73	13,747,744.97	14,219,421.23
费用化利息支出	107,669.56	131,945.67	169,704.27	--
资本化利息支出	108,749.44	117,411.75	172,034.64	--
实收资本	168,000.00	168,000.00	178,000.00	178,000.00
少数股东权益	587,330.03	666,309.13	776,151.61	790,721.52
所有者权益合计	3,577,729.19	4,186,777.42	4,852,824.22	5,195,086.42
营业总收入	1,665,373.02	788,833.98	1,086,594.75	147,055.36
经营性业务利润	175,653.62	21,347.11	103,482.12	-10,222.53
投资收益	34,650.09	122,387.28	53,639.83	9,584.28
净利润	107,395.98	53,835.02	89,554.51	-10,524.67
EBIT	296,009.93	226,289.34	301,961.04	--
EBITDA	495,832.69	406,253.28	492,621.12	--
销售商品、提供劳务收到的现金	1,156,431.89	943,702.86	1,012,535.27	120,787.17
收到其他与经营活动有关的现金	784,715.61	1,358,852.40	1,857,821.20	393,613.23
购买商品、接受劳务支付的现金	1,196,643.89	1,035,168.70	1,990,390.74	283,812.72
支付其他与经营活动有关的现金	2,315,699.49	1,070,811.46	769,686.84	316,218.13
吸收投资收到的现金	214,425.00	302,599.60	42,178.00	58,101.00
资本支出	714,181.95	862,976.13	855,053.27	237,965.12
经营活动产生现金净流量	-1,849,703.91	-81,744.59	-184,263.09	-240,412.81
投资活动产生现金净流量	-1,393,137.09	-1,329,063.28	-1,237,272.87	-258,792.66
筹资活动产生现金净流量	3,467,501.67	1,278,129.15	1,641,411.39	654,908.99
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	15.98	18.97	22.15	26.63
期间费用率(%)	10.02	36.86	28.77	39.25
应收类款项/总资产(%)	9.71	13.01	14.33	15.33
收现比(X)	0.69	1.20	0.93	0.82
总资产收益率(%)	2.56	1.58	1.77	--
资产负债率(%)	73.00	72.90	73.91	73.24
总资本化比率(%)	67.89	66.88	68.32	68.43
短期债务/总债务(%)	0.39	0.34	0.33	0.32
FFO/总债务(X)	0.06	0.04	0.04	-0.09
FFO利息倍数(X)	1.95	1.27	1.28	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-8.55	-0.33	-0.54	--
总债务/EBITDA(X)	15.26	20.81	21.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.17	0.14	0.14	--
货币资金/短期债务(X)	0.39	0.36	0.43	0.52
EBITDA利息倍数(X)	2.29	1.63	1.44	--

注：1、公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2、2020年一季度财务报表未经审计，且公司未提供现金流量表补充资料、费用化利息支出和资本化利息支出，故相关指标失效；3、2020年第一季度其他应收款包含应收利息和应收股利，其他应付款包含应付利息和应付股利；中诚信国际将2017-2019年末及2020年3月末其他流动负债和其他应付款中有息部分调至短期债务，长期应付款中有息部分调至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 / 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 其他债务调整项
	长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 其他债务调整项
	总债务 = 长期债务 + 短期债务
	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 + 所有者权益合计)
	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
	应收类款项/总资产 = (应收账款 + 其他应收款 + 长期应收款) / 总资产
盈利能力	营业成本合计 = 营业成本 + 利息支出 + 手续费及佣金成本 + 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
	营业毛利率 = (营业总收入 - 营业成本合计) / 营业总收入
	期间费用合计 = 财务费用 + 管理费用 + 销售费用 + 研发费用
	期间费用率 = (销售费用 + 管理费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入
	经营性业务利润 = 营业总收入 - 营业成本合计 - 税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 研发费用 - 财务费用 + 其他收益
	EBIT (息税前盈余) = 利润总额 + 费用化利息支出
	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
	总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额
	EBIT 利润率 = EBIT / 当年营业总收入
EBITDA 利润率 = EBITDA / 当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流) = 经营活动净现金流 - 营运资本的减少 (存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加)
	收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数 = FFO / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 = 经营活动净现金流 / (费用化利息支出 + 资本化利息支出)

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。