

2020 年义乌经济技术开发区开发有限公司

公司债券

信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪债评(2020)011123】

评级对象: 2020年义乌经济技术开发区开发有限公司公司债券

主体信用等级: AA

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

评级时间: 2020年7月16日

计划发行: 10亿元

本期发行: 不超过10亿元(含10亿元)

发行目的: 项目投资、补充营运资金

存续期限: 7年, 附第5年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式: 按年付息, 到期还本

增级安排: 义乌市国有资本运营有限公司为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保

评级观点

主要优势:

- 区域发展环境良好。金华—义乌与杭州、宁波、温州并列为浙江省四大都市区, 是浙江省重点规划发展的区域, 义乌市综合经济实力稳居中国百强县前列; 义乌经开区区位优势较明显, 是义乌市重要的产业发展载体, 区域重要性高, 发展潜力较大, 为义乌经开公司创造了良好的外部发展环境。
- 业务地位突出。义乌经开公司是义乌经开区核心的国有资产运营主体, 承担着义乌经开区范围内重要的基础设施建设、国有资产运营管理及资源配置等职能, 业务具有较强的区域专营性。受益于股东增资, 近年来公司资本实力显著提升。
- 第三方担保。义乌国资为本期债券提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 有效提升了本期债券到期偿付安全性。

主要风险:

- 业绩波动风险。近年来义乌经开公司房地产销售波动较大, 房地产业务发展与义乌市房地产市场状况密切相关, 项目出售及招商情况受区域经济发展及地区政策影响较大。
- 债务偿付压力较大。随着义乌经开区开发建设推进, 义乌经开公司已积累较大规模刚性债务, 负债经营程度维持在较高水平, 债务偿付压力较大。
- 投融资压力。义乌经开承接的基础设施建设项目后续投资需求较大, 面临较大的投融资压力; 同时房地产项目后续开发资金主要依靠公司自筹资金以及销售回笼资金, 存在一定资金压力。

主要财务数据及指标

项 目	2017年	2018年	2019年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	6.68	12.18	5.51
刚性债务	11.02	15.82	7.31
所有者权益	23.44	30.16	36.03
经营性现金净流入量	5.32	0.87	0.53
合并数据及指标:			
总资产	53.45	94.28	88.98
总负债	33.20	67.35	56.26
刚性债务	11.02	15.82	7.31
所有者权益	20.25	26.93	32.72
营业收入	9.37	4.16	4.29
净利润	1.43	0.44	0.69
经营性现金净流入量	6.19	3.54	-7.37
EBITDA	2.55	1.33	2.27
资产负债率[%]	62.11	71.43	63.23
长短期债务比[%]	49.55	25.30	9.12
营业利润率[%]	22.48	19.14	23.98
短期刚性债务现金覆盖率[%]	55562.63	672.78	313.40
营业收入现金率[%]	107.44	110.88	100.66
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-59.51	-237.51	-16.87
EBITDA/利息支出[倍]	10.02	1.46	2.97
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.10	0.20
担保人数据(合并口径):			
所有者权益合计	357.77	418.68	485.28
权益资本与刚性债务余额比率[%]	48.33	49.00	46.10
担保比率[%]	11.45	9.42	16.93

注: 发行人数据根据义乌经开公司2017-2019年三年连审财务数据整理、计算; 担保人数据根据义乌国资经审计的2017-2019年财务数据整理、计算, 其中2017年取自会计差错更正后的数据。

分析师

陆奕璇 luyx@shxsj.com

龚春云 gcy@shxsj.com

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

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com

- 回款风险。义乌经开公司向园区内企业借出了较大额款项，款项回收进度存在不确定性，公司实际资产流动性欠佳。

➤ 未来展望

通过对义乌经开公司及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定，认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AA+信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年义乌经济技术开发区开发有限公司公司债券

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

义乌经济技术开发区开发有限公司（简称“义乌经开公司”、“该公司”或“公司”）前身为 1993 年 6 月成立的浙江省义乌经济开发区开发总公司，由义乌经济技术开发区管理委员会（简称“义乌经开区管委会”）全额出资成立。2014 年 9 月该公司出资人由义乌经开区管委会变更为义乌市国有资本运营有限公司（原义乌市国有资本运营中心，以下简称“义乌国资”），并更为现名。2017 年 11 月，公司注册资本由 10.00 亿元增至 16.50 亿元，仍由义乌国资全资持股。2018 年 10 月，公司与义乌经开区管委会签订《增资扩股协议书》，公司注册资本增至 33.68 亿元，新增注册资本 17.18 亿元由义乌经开区管委会认缴，义乌经开区管委会对公司的持股比例增至 51%，成为公司控股股东。截至 2019 年末，公司注册资本仍为 33.68 亿元，实收资本为 25.84 亿元，其中义乌经开区管委会应缴资本 17.18 亿元（均为货币形式出资），实缴资本 9.34 亿元¹，义乌国资应缴资本 16.50 亿元（货币出资 6.50 亿元，非货币出资 10.00 亿元），已实缴完毕。义乌经开区管委会为公司控股股东及实际控制人。

该公司是义乌经济技术开发区（简称“义乌经开区”）核心的国有资产运营主体，承担着义乌经开区范围内重要的基础设施建设、国有资产运营管理及资源配置等职能。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司拟申请总额为 10.00 亿元的企业债券，本期债券拟发行规模为不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元），期限为 7 年，附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称：	2020 年义乌经济技术开发区开发有限公司公司债券
总发行规模：	10.00 亿元
本期发行规模：	不超过 10.00 亿元（含 10.00 亿元）

¹ 截至 2019 年末义乌经开区管委会实缴出资款 11.29 亿元，其中 9.34 亿元计入实收资本，1.95 亿元计入资本公积。根据该公司 2020 年 4 月 17 日的《章程》，义乌经开区管委会应于 2028 年 8 月 8 日前完成出资。

本期债券期限:	7 年, 附第 5 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	在债券存续的前五年票面利率固定不变, 在债券存续期的第五年末, 上调或下调债券存续期后两年债券票面年利率 0 至 300 个基点 (含本数), 并根据投资者的选择按面值赎回全部或部分本期债券
增级安排:	本期债券由义乌市国有资本运营有限公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担

资料来源: 义乌经开公司

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券募集资金 6.00 亿元用于义乌市江东街道久府西侧地块安置房项目 (简称“久府安置房”或“募投项目”), 4.00 亿元用于补充营运资金。

图表 2. 本期债券募集资金拟投资项目概况 (单位: 亿元)

项目名称	批准机关 (文号)	总投资	拟使用募集资金
久府安置房	可行性研究报告的批复 (义开发管[2019]36 号)、建设项目选址意见书 (选字第 330782 (KFQ) 2019001 号)、节能审查意见书 (浙建节 330782201900102)、社会稳定风险评估报告的审查意见 (义开发管[2019]35 号) 等	25.01	6.00

资料来源: 义乌经开公司

久府安置房项目建设地址位于义乌端头村东侧地块, 东南侧为规划道路, 西南临端头村, 西北为环城南路, 东北为久府和园, 建设内容包括高层住宅、配套商业服务用房和配套道路工程等, 总规划用地面积 13.97 万平方米, 其中安置房工程总建筑面积 54.49 万平方米, 包括住宅建筑面积 39.07 万平方米、临街商铺 3.08 万平方米; 新建配套道路长度约 210 米, 宽度为 24 米。此外, 项目建设内容还包括小区道路及硬化、社区内绿化小品景观、辅路工程以及各类管线等。募投项目计划建设工期为 2019 年 3 月至 2022 年 2 月, 总投资 25.01 亿元, 计划资金来源包括该公司自筹资金 7.51 亿元、本期债券募集资金 6.00 亿元和银行借款 11.50 亿元。截至 2019 年末, 该项目累计已投资 3.50 亿元。

该项目建成后所有住宅将按久府西侧地块拆迁户签订的拆迁安置协议交付。项目营业收入主要包括安置房销售收入和车位收入, 项目拟安置白莲塘等 6 个村, 高层住宅安置价格按首套房 2800 元/平方米、第二套房及以上按 3500 元/平方米的标准计算; 商业用房安置价格按 4500 元/平方米计算; 安置后的剩余房源定向销售给拆迁安置户, 住宅定向销售价格按 15000 元/平方米计算, 商业用房定向销售价格按 18000 元/平方米计算; 车位 3068 个, 按 10 万元/个计算。本期债券存续期内 (即项目运营期 4-7 年), 预计募投项目可实现安置收入 9.20 亿元, 定向销售收入 21.20 亿元, 车位销售收入 3.07 亿元, 合计 33.46 亿元。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

2020 年初以来，新冠肺炎疫情对全球经济造成了严重影响，后期修复周期漫长，中美关系等地缘政治问题进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境在未来一段时期内将持续呈复杂多变的状态，经济增长压力依然较大。我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，在一揽子宏观政策推动下预计我国经济将持续修复；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

2020 年初以来，新冠肺炎疫情在全球范围内传播对全球经济造成了严重影响，国际贸易、投资萎缩，后期的修复将经历一个漫长的周期，且主要经济体的修复进程将呈现步调不一。经济衰退下，主权债务风险特别是新兴经济体的主权债务风险上升；全球性的货币政策宽松在缓解流动性风险和市场的悲观情绪的同时，助推美欧权益市场反弹明显，潜在的资产泡沫风险较大；而美国金融监管的放松，长期内会导致金融脆弱性进一步上升。全球疫情防控形势依然严峻，中美关系不稳定以及中东、南亚等区域的地缘政治冲突加剧进一步增加了全球经济的不确定性，我国经济发展面临的外部环境严峻、复杂多变。

我国疫情防控和经济恢复均走在世界前列，供需两端持续改善，而需求的好转弱于供给，物价指数回落较快、失业率处于高位，经济发展面临的压力依然较大。其中，在汽车等促消费政策的拉动下，商品零售降幅持续收窄，就业压力的缓解以及居民对疫情担忧心理的消除是后期消费重回正增长的关键；制造业投资表现疲弱，房地产开发投资回升，专项债资金的到位有利于基建发力并带动整体投资回稳；在外需缩减以及贸易环境不稳定的情况下，对外贸易面临的压力与挑战较大。规模以上工业企业的生产活动恢复节奏较快，工业结构转型升级成效正在逐步体现，其中高技术制造、设备制造以及新产品生产等表现强劲，但在需求不佳的情况下，工业企业存货压力上升、经营性现金回笼不畅，整体工业企业面临的经营管理压力仍较大。

为应对前所未有的风险挑战和稳住“经济基本盘”，各类宏观政策的调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，提高财政赤字率、重启特别国债并增加专项债规模，增加的资金直达地方、财政支出聚焦基本民生和重点领域，为经济社会稳定保驾护航；明显提高政府债务水平是非常时期的特殊举措，地方政府债务风险依然总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，随着经济的持续修复适时适度调整力度和节奏，结构性货币政策工具成为主要

政策选项，更加强调直达和精准调控，缓解经济实体特别是中小微企业融资压力，并进一步引导融资成本下降。金融监管力度加强，打击资金“空转”套利，让资金真正流入实体、服务实体，金融系统的资本补充有利于提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

本次疫情是人类历史上规模最大的一次公共卫生事件，对全球经济已然产生了重大冲击，而对国际社会乃至国际秩序的影响尚待观察，这意味着我国经济社会发展的外部环境将在一定时期内持续呈复杂且多变的状态。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，短期内，预计在一揽子宏观政策推动下我国经济将持续呈修复态势；从中长期看，我国改革开放水平的不断提升、创新驱动发展战略的深入推进将进一步激发国内市场潜力，经济基本面仍有望长期向好。

（2）行业环境

近年来，地方政府债务管理不断完善，城投企业运营随之逐步规范。继43号文以来，城投企业的政府融资职能被明确剥离，其所面临的融资政策环境持续调整，但城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在，城投企业作为其中的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。

2017年至2018年上半年，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，受此影响，城投企业可能出现短期的业绩波动，但其在逆周期调节及社会维稳中的作用有望加强。同时也需关注到，平台资质分化仍将持续，近两年城投企业债务到期规模仍大，部分企业面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着积极的作用。近年，全国各地区城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。

2017年5月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大

力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2019 年末，我国城镇化率为 60.60%，与国外发达国家的 70%-80%相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域，是我国城镇化建设的重要力量。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。此后，地方政府债务管理日益严格，城投企业所面临的融资政策环境持续调整，但其运营及融资的规范程度总体呈提升趋势，市场化转型的进度也不断推进。另外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务也成为重要任务。总体看，在债务管控及化解过程中，防范系统性风险是政策的主要基调，期间城投融资受到相应管控，但平台的合理融资需求仍有保障。

从具体政策环境来看，2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。2017 年，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6 月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。2018 年 3 月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23 号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的

的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

2018年下半年以来，城投企业的融资政策环境有所改善。2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法依规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。2019年3月，《政府工作报告》提出要鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务，不能搞“半拉子”工程。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅下发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，提出在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资。

2020年初，我国出现新型冠状病毒肺炎疫情，疫情的扩散及相关防控措施的施行易对经济造成阶段性冲击。虽然目前国内疫情防控已取得明显成效，但我国仍面临境外输入病例风险，必要的疫情防控仍将持续。受此影响，部分城投企业短期内经营业绩或有所波动。但为应对疫情冲击、稳固经济增长，基建扩容被普遍认为是重要抓手之一，城投企业作为地方政府进行基础设施建设的主要实施主体，其将承担的逆周期调节作用将显得尤为重要，核心城投企业的发展前景仍然稳固。与此同时，城投企业资质分化仍将持续。由于产业调整、减税减费等造成财政收入增长承压，以及防疫等基本支出需求增加，政府给予城投企业基建的直接资金支持或将放缓，对城投自身的流动性及融资能力提出更高要求。近两年城投企业到期债务仍处于较高规模，部分企业面临集中偿付压力。

（3）区域经济环境

金华—义乌是浙江省四大都市区之一，是全球最大的小商品集散中心；义乌市依托其独特的市场优势，大力发展现代服务业，第三产业对区域经济的拉动作用明显，综合经济实力稳居中国百强县前列，但同时也面临一定产业升级压力。近年来义乌市经济保持稳步增长，土地成交总价持续上升。义乌经开区

是国家级经济技术开发区、义乌市重要的产业发展载体，区位优势较明显，区域重要性高，发展潜力较大。

义乌建县于公元前 222 年，1988 年撤县建市，为浙江省下辖县级市，由金华市代管。义乌市位于浙江省中部，市境东、南、北三面群山环抱，南北长 58.15 公里，东西宽 44.41 公里，面积 1105 平方公里。

金华—义乌与杭州、宁波、温州并列为浙江省四大都市区，是浙江省重点规划发展的核心区域之一，包括构建都市经济交通走廊，加快四大都市区集聚高端要素、高端产业，增强中心城市综合服务能力等一系列发展规划均有益于义乌市未来经济发展。同时，义乌市是全球最大的小商品集散中心、全国首个县级国家级国际贸易综合改革试验区，综合经济实力稳居中国百强县前列。义乌市依托其独特的市场优势，大力发展现代服务业，第三产业对区域经济的拉动作用明显；但义乌市主要出口产品附加值不高，竞争力主要体现在产业集群下的成本和价格优势，受国际经济环境变化、国内需求不足、成本上升等因素影响，义乌市外贸出口增长承压。

近年来，义乌市经济保持稳步增长。2017-2019 年全市分别实现地区生产总值 1155.2 亿元、1309.3 亿元和 1421.1 亿元，同比增速分别为 7.4%、7.0%和 7.4%。从产业结构看，其中 2019 年第一产业完成增加值 22.6 亿元，同比增长 2.2%；第二产业完成增加值 418.0 亿元，同比增长 7.4%；第三产业完成增加值 980.5 亿元，同比增长 7.5%；三次产业结构为 1.6:29.4:69.0。

图表 3. 2017 年以来义乌市国民经济和社会发展主要指标（单位：%）

指标	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1155.2	7.4	1309.3*	7.0	1421.1	7.4
常住人口人均地区生产总值（万元）	8.97	--	9.58	--	10.81	6.5
规模以上工业总产值（亿元）	661.9	6.2	544.5	12.6	602.4	9.5
全社会固定资产投资（亿元）	633.1	18.2	--	--	--	18.0
社会消费品零售总额（亿元）	653.8	11.5	668.8	4.5	722.6	8.0
进出口总额（亿元）	2339.4	4.9	2560.0	9.4	2967.8	15.9
三次产业结构	1.9:32.2:65.9		1.6:29.7:68.7*		1.6:29.4:69.0	

资料来源：2017-2019 年义乌市国民经济和社会发展统计公报、义乌市统计局网站

注：标*数据根据第四次全国经济普查结果修订

近年来义乌市房地产投资和商品房销售情况均呈增长态势。2017-2019 年，义乌市完成房地产开发投资 86.7 亿元、152.8 亿元和 163.8 亿元；同期全市实现商品房销售面积分别为 73.6 万平方米、97.4 万平方米和 149.7 万平方米。消费方面，2017-2019 年义乌市分别实现社会消费品零售额 653.8 亿元、668.8 亿元和 722.6 亿元，同比分别增长 11.5%、4.5%和 8.0%。分行业看，2019 年批发零售业零售额 656.2 亿元，同比增长 8.2%；住宿餐饮业零售额 66.3 亿元，同比增长 6.8%。2019 年，义乌市实体市场平稳发展，全年小商品市场实现交易额 4583.1 亿元，增长 12.0%。

从对外经济情况看,2017-2019年义乌市分别实现进出口总额2339.4亿元、2560.0亿元和2967.8亿元,同比分别增长4.9%、9.4%和15.9%。2019年,义乌市实现出口总额2867.9亿元,同比增长13.7%,其中市场采购贸易方式出口2343.5亿元,同比增长15.0%;一般贸易出口509.4亿元,同比增长6.4%。

土地市场方面,受土地出让结构变动及房地产市场调控等因素影响,近年来义乌市土地出让面积及成交均价有所波动,但土地成交总价持续增长。2017-2019年全市土地成交面积分别为191.92万平方米、377.90万平方米和346.81万平方米;出让总价分别为195.86亿元、246.69亿元和307.78亿元;成交均价分别为10205.61元/平方米、6527.94元/平方米和8874.63元/平方米。2020年1-3月,义乌市土地成交总价为103.35亿元,土地成交面积为121.70万平方米。

图表 4. 2017 年以来义乌市土地市场情况

指标	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
土地成交总面积 (万平方米)	191.92	377.90	346.81	121.70
其中: 住宅用地	49.59	149.08	151.57	44.49
商业/办公用地	19.06	1.49	4.81	4.99
工业用地	114.44	173.17	168.90	72.21
其它用地	8.83	54.15	21.53	--
土地成交总价 (亿元)	195.86	246.69	307.78	103.35
其中: 住宅用地	164.82	230.59	294.25	93.62
商业/办公用地	26.20	1.25	3.51	6.21
工业用地	3.21	10.42	6.65	3.52
其它用地	1.63	4.43	3.37	--
土地成交均价 (元/平方米)	10205.61	6527.94	8874.63	8492.55
其中: 住宅用地	33240.05	15467.43	19413.88	21041.78
商业/办公用地	13744.86	8346.39	7297.20	12450.53
工业用地	280.19	601.86	393.63	487.46
其它用地	1850.76	818.00	1563.91	--

资料来源: CREIS 中指数据

义乌经开区位于义乌市城区西南,于1992年8月挂牌并实施首期开发,2012年3月,经国务院批准升级为国家级经济技术开发区。截至2019年末,整合提升区面积126.72平方公里,其中国家核准面积9.17平方公里。义乌经开区负责义西南产业带的开发建设,近期重点开发义亭—稠江—佛堂江北区块和赤岸镇南青口区块,规划面积45.14平方公里。

经过多年发展,义乌经开区已形成了彩印包装、针织服装、工艺品等传统优势行业,培育了浪莎、浙江三鼎织造等一批行业龙头。同时,汽车及关键零部件、生物医药及健康、时尚新材料、光电通信等新兴产业集群较快发展,总部经济、创意设计、影视文化等现代服务业成为新的发展特色。2015年6月,义乌市政府与浙江吉利控股集团有限公司达成战略合作,计划打造

集新能源整车、动力总成、汽车零部件及周边产品研发制造，并融合旅游、休闲健康运动等功能为一体的千亿级小镇（吉利绿色动力小镇，落地在义乌经开区），项目全部投产后将跻身全球最大的汽车动力生产基地。近年来，锋锐发动机项目、义利动力总成项目、英伦新能源整车项目、沃尔沃发动机项目相继落户，吉利动力总成制造总部正式运营，正大中央厨房、安诺优达基因检测等项目投产。整体看，义乌经开区传统产业面临一定转型升级压力，新兴产业集群大型项目尚处于发展初期，其效益显现仍需一定时间。2019 年义乌经开区实现地区生产总值 605.9 亿元，占义乌市的 42.6%。其中，全区第二产业和第三产业分别实现增加值 233.7 亿元和 357.4 亿元。当年，全区完成全社会固定资产投资 165.7 亿元，同比增长 24.3%；进出口总额为 127.7 亿元，其中出口呈大幅增长态势，同比增长 47.4%。

2. 业务运营

该公司是义乌经开区核心的国有资产运营管理主体，主营业务具有较强的区域专营性。多年来公司配合区域招商进行了若干配套商办项目的开发，同时开发多个商业住宅项目，房产销售是公司近三年的主要收入来源。目前，公司承接的区域内有机更新等基建项目以及在建房产项目存在较大的投资需求，面临较大的资本性支出压力。

该公司是义乌经开区核心的国有资产运营主体，主要负责义乌经开区范围内的城市基础设施建设、国有资产运营管理以及房地产等业务，主营业务具有较强的区域专营性。2017-2019 年公司分别实现营业收入 9.37 亿元、4.16 亿元和 4.29 亿元，主要来源于房地产业务，近三年该业务收入占比分别为 98.96%、88.81%和 73.41%，2018 年房地产销售收入大幅下滑，主要系受房地产项目开发进度以及可售余房减少等影响。公司其他业务主要来源于租赁收入和文化广场补助收入，2017-2019 年其他业务收入分别为 0.09 亿元、0.47 亿元和 1.14 亿元，其中 2018 年其他业务收入同比增长 413.23%，主要系当年新增文化广场²补助收入 0.27 亿元所致；2019 年其他业务收入同比增长 144.55%，主要系当年新增拍卖土地³收入 0.42 亿元，以及文化广场补助收入和租赁收入分别增至 0.31 亿元和 0.31 亿元增加所致。

图表 5. 2017 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	93,693.42	100.00%	41,646.16	100.00%	42,868.12	100.00%
房地产销售	92,719.83	98.96%	36,984.83	88.81%	31,468.98	73.41%

² 2018 年，该公司以 6.38 亿元（含契税 0.19 亿元）的价款购入文化广场。

³ 2019 年，该公司以 0.42 亿元的价款将购入的柯村 E-06 地块公开拍卖，土地面积 1.93 万平方米，账面价值 0.24 亿元。

业务类型	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
物业管理 ⁴	65.35	0.07%	--	--	--	--
其他	908.24	0.97%	4,661.33	11.19%	11,399.15	26.59%
毛利率	36.86%		49.70%		41.51%	
房地产销售	37.97%		55.86%		52.78%	
物业管理	100.00%		--		--	
其他	-81.32%		0.83%		10.39%	

资料来源：义乌经开公司

(1) 基础设施建设

该公司基础设施建设业务主要以代建模式进行，即公司仅承担工程管理职能。子公司义乌经济技术开发区工程建设管理有限公司（以下简称“工程建设公司”）已于 2018 年 4 月与义乌经开区管委会签订了义乌经开区建设工程代建服务的框架协议，代建管理期限暂定 3 年，即自 2018 年 5 月 10 日至 2021 年 5 月 9 日，相关工程内容包括义乌经开区管委会投资建设的房屋建筑、市政配套、园林绿化、土石方及相关配套建设项目等。公司受托进行工程管理，义乌经开区管委会按项目进度拨付代建款项，并就代建管理费与公司进行结算，管理费按工程投入的一定比例确定。2018-2019 年，公司分别确认代建管理费收入 0.03 亿元和 0.06 亿元。此外，对于重大棚户区改造及城市有机更新项目，公司一般与义乌经开区管委会或义乌市相关机构签订政府购买服务协议⁵，对项目购买服务金额和回款安排作出明确约定。

截至 2019 年末，该公司主要在建工程项目除本期债券募投项目外，还包括浙中生态廊道义乌稠江江湾老工业区有机更新项目（简称“江湾有机更新项目”）、上溪有机更新项目、义乌市义亭镇棚户区有机更新改造项目（简称“义亭有机更新项目”）和江滨五公园项目等，概算总投资 38.63 亿元，累计已投资 17.34 亿元，尚需投资 21.29 亿元，面临一定的投融资压力。

2017 年 8 月和 2018 年 4 月，该公司分别就江湾有机更新项目和上溪有机更新项目与义乌经开区管委会签订政府购买服务协议。其中，江湾有机更新主要涉及义乌稠江江湾老工业区总计 1590 亩土地范围内的土地征收、收购、收回涉及的拆迁安置补偿，计划总投资 18.95 亿元，其中收购补偿补助安置费为 14.69 亿元，建设期利息为 2.46 亿元，管理费用 1.07 亿元，建设期 3 年，项目资金来源主要为浙江稠州商业银行借款；政府购买服务总价款为 18.95 亿元，分 3 年支付完毕，其中 2018 年 8 月和 2019 年 8 月均分别支付 1.18 亿元，2020 年 8 月计划支付 16.60 亿元。截至 2019 年末，江湾有机更新项目已投资额为 11.67 亿元，已收到政府购买服务款 2.36 亿元。

⁴ 2016 年该公司新增物业管理业务，2017 年实现收入 65.35 万元，随着该业务运营主体-原子公司义乌市锦都物业管理有限公司（简称“锦都物业公司”）于 2017 年 12 月注销，2018 年以来公司无相关业务收入。

⁵ 该公司所承接的政府购买服务项目不确认收入，回款均计入经营活动现金流。

上溪有机更新项目涉及上溪镇老工业区共计 163 亩土地范围内的土地征收工作，计划总投资 3.94 亿元，建设期 3 年，项目资金来源主要为浙江稠州商业银行借款，约定的政府购买服务总价款为 3.95 亿元，分 3 年支付完毕，其中 2019 年 3 月、2020 年 3 月和 2021 年 3 月分别支付 1.00 亿元、1.00 亿元和 1.95 亿元。截至 2019 年末，上溪有机更新项目已投资额为 3.45 亿元，已收到政府购买服务款 1.00 亿元。

2018 年 7 月，该公司就义亨有机更新项目与义乌市城市管理委员会签订政府购买服务协议。义亨有机更新项目拟对位于义乌市义亭镇义亭村的宅基地及房屋予以置换安置。项目涉及拆迁房屋总建筑面积为 2.14 万平方米，涉及总户数为 251 户，项目建设内容包括货币安置和实物安置两种方式。该项目计划总投资 2.85 亿元，项目资金来源主要为宁波银行借款，约定的政府购买服务总价款为 3.34 亿元，分 3 年支付完毕，2019-2021 年分别支付 0.14 亿元、0.24 亿元和 2.96 亿元。截至 2019 年末，义亨有机更新项目已投资额为 1.63 亿元；2020 年 1 月收到政府购买服务款 0.40 亿元。

图表 6. 截至 2019 年末公司主要在建工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	概算总投资	工程工期	已投资额	尚需投资额
江湾老工业区有机更新项目	18.95	2017-2020	11.67	7.28
义乌市义亭镇棚户区有机更新改造项目	2.85	2018-2021	1.63	1.22
上溪有机更新项目	3.94	2018-2021	3.45	0.49
江滨五公园项目	4.06	2018-2020	0.34	3.72
江湾有机更新区块市政配套工程	8.83	2019-2022	0.25	8.58
合计	38.63	--	17.34	21.29

资料来源：义乌经开公司

截至 2019 年末，该公司暂无拟建的工程项目。目前公司在基础设施建设方面待投入资金较大，面临较大投融资压力。

（2）房地产

该公司房地产业务运营实体主要为义乌市锦都房地产开发有限公司（以下简称“锦都房产”），目前已完工房地产项目主要为总部经济园、锦都豪苑 H 地块和山水世家，物业类型主要为写字楼和住宅。2017-2019 年，公司分别确认房地产销售收入 9.27 亿元、3.70 亿元和 3.15 亿元，主要来自上述已完工项目。截至 2019 年末，总部经济园总投资 17.00 亿元，销售面积累计 22.43 万平方米，销售额累计达 18.68 亿元，尚余 1.06 万平方米未销售，总部经济园销售对象主要以义乌经开区招商引资企业为主，销售价格受政府指导价影响；锦都豪苑 H 地块总投资 0.60 亿元，于 2017 年 5 月启动销售工作，于 2018 年末销售完毕，累计销售面积约 9846.51 平方米，累计销售额 2.17 亿元；山水世家总投资 2.33 亿元，于 2014 年 6 月开始销售，于 2019 年末销售完毕，累计销售面积 1.80 万平方米，累计销售额 6.89 亿元。

截至 2019 年末，该公司暂无拟建的房地产项目，在建的房地产项目主要

为总部经济 B 组团 B4、B6 地块项目，文政中路 1 号地块、2 号地块项目、盘塘配套住宅项目和江湾集聚项目等，概算总投资 28.89 亿元，累计已投资 7.44 亿元，尚需投资 21.45 亿元。其中，文政中路 1 号地块、2 号地块项目已于 2018 年 9 月开始预售，截至 2019 年末，累计销售面积 1.95 万平方米，销售额为 4.06 亿元⁶，剩余可销售面积为 0.02 万平方米。

图表 7. 截至 2019 年末公司主要在建房地产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	项目类型	概算总投资	建筑面积	工程工期	已投资额	尚需投资额
总部经济 B 组团 B4、B6 地块项目	写字楼及公配等	2.49	4.64	2018.03-2020.03	0.90	1.59
文政中路 1 号地块、2 号地块项目（悦江银座）	住宅	3.43	2.03	2018.6-2020.05	2.41	1.02
盘塘配套住宅项目（环塘一路北侧 D-02 地块项目）	住宅	11.20	23.08	2019.08-2022.12	2.70	8.50
江湾集聚（义乌市稠江街道新社区集聚江湾区块一期工程）	住宅	11.77	20.50	--	1.43	10.34
合计	--	28.89	50.25	--	7.44	21.45

资料来源：义乌经开公司

该公司已完工房产项目销售已接近尾声，其余项目基本处于在建阶段，公司后续房产收入或将面临波动。公司部分项目承担了地区招商引资配套职能，在义乌经开区管委会的支持下，相关业务的开展具有一定竞争优势。同时，房地产业务发展与义乌市房地产市场状况密切相关，项目出售及招商情况受区域经济发展及地区政策影响较大。公司房地产项目建设资金主要来源于公司自筹资金以及销售回笼资金，后续公司房地产项目有较大投资需求，面临较大资金压力。

管理

义乌经开区管委会系该公司控股股东和实际控制人。公司根据业务发展需要设立了相应职能部门，并搭建了基本内部管理体系，基本可以满足其日常经营和管理的需要。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

该公司由义乌经开区管委会出资设立，2014 年控股股东变更为义乌国资；2018 年，义乌经开区管委会通过增资形式重新获得公司的控股权。根据公司与义乌经开区管委会 2018 年签订的《增资扩股协议》，公司注册资本增至 33.68 亿元，新增注册资本 17.18 亿元由义乌经开区管委会认缴，至此，义乌经开区管委会和义乌国资分别持有公司 51%和 49%的股权，公司控股股东和实际控制人为义乌经开区管委会。但截至 2019 年末，义乌经开区管委会的应缴出资额

⁶ 均为预收房款，待项目竣工验收后确认收入。

尚未缴足。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

根据该公司 2020 年 4 月 17 日的《章程》，公司设立股东会，由全体股东组成，依法享有修改公司章程；审议批准增加或减少注册资本；审议批准公司合并分立、解算或变更公司形式；审议批准公司重大资产处置的权利。除上述事项外的其他股东会职权，股东义乌国资委委托义乌经开区管委会行使表决权，包括决定公司战略发展规划、经营方针和基本建设项目投资计划；负责审议批准公司执行董事、监事会成员和高级管理人员人选以及董监高人员薪酬的建议方案；审议批准公司基本建设、重大投资、融资计划及其他重大事项报告；审议批准公司财务预算报告、财务决算报告，以及利润分配方案和亏损弥补方案的报告；审议批准执行董事报告、监事报告等权利。

该公司不设董事会，设执行董事一人，为公司法定代表人。执行董事任期 3 年，可连任。公司设总经理一人，经股东会同意由执行董事兼任；副总经理三人；任期 3 年，可连任。公司不设监事会，设监事一人，任期 3 年，任期届满连选可以连任。监事对公司执行董事、总经理和副总经理等高级管理人员以及资产的安全增值情况行使监督职能。

(3) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方之间主要存在关联方担保和关联资金往来等事项。公司关联方往来资金规模较大，主要为资金拆借，截至 2019 年末公司分别应付义乌国资和义乌经开区管委会 22.61 亿元和 18.94 亿元，义乌国资和义乌经开区管委会分别应付公司 2.03 亿元和 7.50 亿元。关联方担保方面，截至 2019 年末，公司对义乌国资提供的担保余额为 2.78 亿元；同期末，锦都房产对公司提供的担保余额为 1.80 亿元。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司内设一办五部六个职能部门，分别为办公室、财务管理部、投融资部、法务合规部、稽核审计部和企业服务部。公司组织架构详见附录二。

(2) 管理制度及水平

为确保管理目标的实现，提高内部管理控制效率及质量，该公司制定了基本内部控制制度，涵盖财务管理、投融资管理、资金管理、担保管理、人员管理及子公司管理等方面。随着公司业务的多元化开展，后续将结合实际经营需求逐步完善制度化管理。

财务管理方面，该公司根据《会计法》、《企业会计准则》、《企业财务通则》和《义乌市国有资本运营中心章程》等有关法规和制度要求，制定了《财务管

理制度》，从公司资金投融资、财务管理的基础工作、各项资产的管理以及财务报告等方面作了较详细的规定。

融资管理方面，该公司对外借款（包括长短期借款、票据贴现等）、发行企业债券须经义乌经开区管委会审批；独资（控股）子公司及关联企业之间的内部拆借须经义乌经开区管委会批准；融资风险的评价由办公室负责。投资管理方面，办公室是负责公司投资管理的主管部门，负责公司投资项目的审查、申报、立项，可行性研究报告的申报，投资的实施以及事后跟踪、风险控制等；公司的投资审批权由义乌经开区管委会行使，投资项目最终由义乌经开区管委会批准后实施。公司在内部投资、融资决策程序和内控风险管理等方面建立了相应制度要求，以便把控投融资风险，确定合理的资本结构。

资金管理方面，该公司制定资金管理制度和资金理财管理办法，对资金理财的计划和审批、对现金使用范围和限额、现金支付款手续以及银行存款付款审批和印鉴管理等方面做了明确的规定，以严格把控资金收入支付流程，保障资金的合规使用。

担保管理方面，该公司根据《公司法》、《合同法》、《担保法》、《义乌经济技术开发区开发有限公司章程》及相关法律、行政法规和规范性文件的规定制定了公司的对外担保管理制度，公司对外担保事项均需经义乌经开区管委会审批同意后方可执行，义乌经开区管委会审议批准对外担保事项，在担保期限内，对担保对象进行持续跟踪监督，有效防范担保代偿风险。

子公司管控方面，该公司对子公司的组织、人事、资源、资产、投资等运作进行风险控制。公司主要通过向子公司委派董事、监事；推荐董事长、总经理等高管人员候选人；进行财务指导和监控等渠道对子公司进行管理；对子公司的经营、投资、筹资、费用开支等实行预算管理；定期或不定期实施对子公司的审计监督。子公司在公司总体经营方针下，独立经营和自主管理。

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据该公司提供的本部及下属子公司义乌经济技术开发区城市更新发展有限公司（以下简称“城市更新公司”）和浙江省义乌市锦禾开发建设有限公司（以下简称“义乌锦禾开建”）2020年6月8日《企业基本信用信息报告》，公司本部及子公司无债务违约情况。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台 2020年7月3日信息查询结果，未发现该公司本部存在重大异常情况。

3. 发展战略

该公司依据国家产业政策和义乌经开区建设发展规划，将以国有资本经营为基础，做强做大主业，提升自身市场竞争力，逐步实现城市开发运营功能，打造“保姆+房东+股东”的科技服务模式，构建城市配套、产业投资、资产管理为一体的资金运作模式。公司拟在未来逐步发展成为实现政府发展战略的产

业投资平台、满足社会公共需求的开发建设平台、培育新兴产业发展的创新创业平台。

财务

近年来该公司盈利主要来源于房地产销售业务，但受项目开发进度及可售房产存量减少等影响，该业务收入及盈利规模存在波动。随着义乌经开区有机更新及房产项目的持续推进以及对吉利系企业借出较大规模资金，公司已积累较大规模债务，负债经营程度维持在较高水平，债务偿付压力较大。公司资产中应收类款项占比较高，大额资金流向园区企业，款项回收存在一定不确定性，公司实际资产流动性欠佳。

1. 公司财务质量

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2017-2019 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则—基本准则》和其他各项具体会计准则。

截至 2019 年末，该公司纳入合并范围内的一级子公司共计 7 家，包括锦都房产，2017 年新设立的工程建设公司、义乌市文化广场管理有限公司、城市更新公司和义乌市金梧桐投资管理有限公司，2019 年新设立的义乌经济技术开发区建筑规划设计有限公司（以下简称“义乌建筑设计”）和义乌锦禾开建。此外，原子公司锦都物业公司于 2017 年 12 月办妥注销手续。

2. 公司偿债能力

（1）债务分析

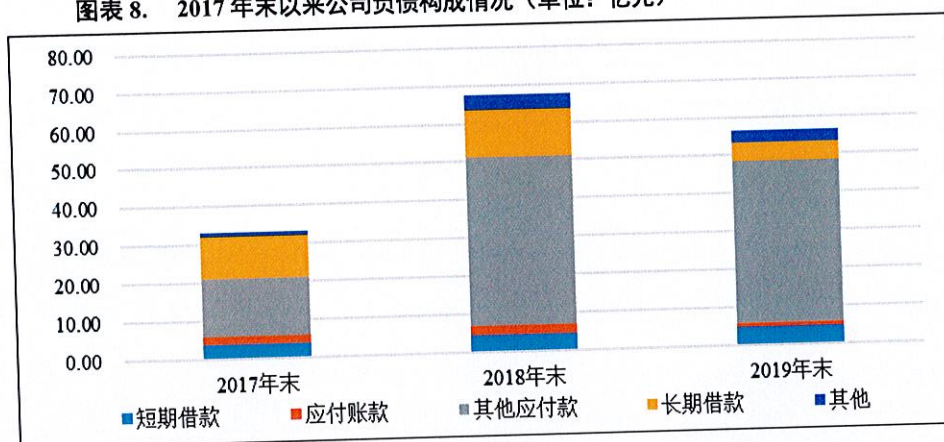
A. 债务结构

随着义乌经开区有机更新及房地产等项目的持续投入，该公司资金需求上升，近年来负债规模波动增长，2017-2019 年末负债总额分别为 33.20 亿元、67.35 亿元和 56.26 亿元。同期末，公司资产负债率分别为 62.11%、71.43%和 63.23%，负债经营程度维持在较高水平，债务偿付压力较大。

该公司负债以股东义乌经开区管委会和义乌国资的暂借款为主，同时涉及一定量的金融机构融资，由于股东暂借款列入其他应付款核算，因此账面反映的公司债务结构显著短期化，2017-2019 年末公司长短期债务比分别为 49.55%、25.30%和 9.12%。从具体构成看，公司负债主要由其他应付款、银行借款和预收账款构成。2019 年末，公司其他应付款余额为 42.93 亿元，较上年末下降 3.14%，主要为应付义乌经开区管委会往来款 18.94 亿元和义乌国资暂借款及利息 22.61 亿元，公司与义乌国资的资金拆借期限一般为 1 年，但到期后存在

续期可能；银行借款余额 7.30 亿元，较上年末下降 50.68%；预收款项余额为 4.61 亿元，较上年末增长 8.83%，主要为预收购房款。

图表 8. 2017 年末以来公司负债构成情况（单位：亿元）



资料来源：根据义乌经开公司提供的审计报告及财务报表数据整理、绘制

B. 刚性债务

该公司融资来源包括银行借款以及股东暂借款。2017-2019 年末，公司刚性债务⁷分别为 11.02 亿元、15.82 亿元和 7.31 亿元，股东权益与刚性债务比率分别为 183.83%、170.21%和 447.62%，股东权益能对刚性债务形成有效覆盖。

该公司刚性债务主要为银行借款，截至 2019 年末银行借款余额为 7.30 亿元，其中短期借款、一年内到期的长期借款和长期借款余额分别为 2.50 亿元、0.10 亿元和 4.70 亿元。公司银行借款全部为公司本部借款，以信用借款和保证借款为主，担保人为子公司锦都房产。

图表 9. 2019 年末公司借款情况（单位：亿元）

债权人	借款余额	起止日期	利率	担保方式
浙江稠州商业银行	1.80	2018.4.24-2021.4.16	6.18%	保证
义乌农商银行	2.00	2017.4.17-2021.2.20	5.70%	信用
宁波银行	1.00	2018.8.24-2021.7.26	6.51%	信用
华夏银行	2.50	2019.12.23-2020.12.23	5.22%	信用
合计	7.30	--	--	--

资料来源：义乌经开公司

截至 2020 年 6 月末，该公司未发行过债券。

C. 或有负债

截至 2019 年末，该公司对外担保余额为 2.78 亿元，全部为对股东义乌国资的担保，担保比率为 8.49%。2018 年 12 月，公司与中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）共同发起设立平层同股同权信托项目，公司拟认购 5 亿元⁸，民生银行拟认购 20 亿元，期限为 5（3+2）年。该信托项目借款人为义乌吉利发动机有限公司（以下简称“吉利发动机公司”）。吉利发动机

⁷ 不包括股东义乌经开区管委会和义乌国资暂借款。

⁸ 2019 年，该公司已完成 5 亿元认购。

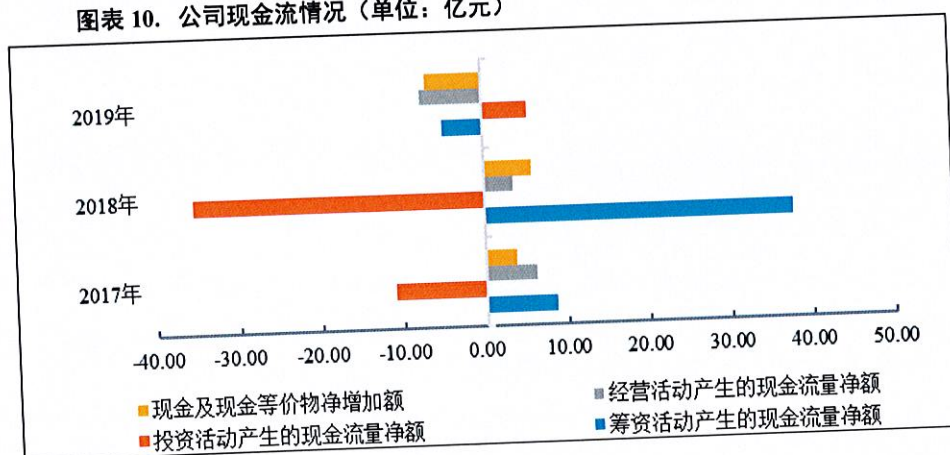
公司为第一还款人，承担按期还本付息责任，义乌国资为民生银行认购的 20 亿元信托计划提供差额补足，差额补足责任生效条件为吉利发动机公司信托贷款本息还款逾期达一个月，公司为义乌国资的差额补足提供 2.78 亿元的抵押担保，担保期限为 2019 年 1 月至 2024 年 1 月。

(2) 现金流分析

该公司经营活动现金收支主要核算房地产业务的现金收支情况，近年来随着房地产项目的推进，公司保持一定规模的建设资金投入，而 2017 年以来受益于总部经济园等项目实现销售，公司经营活动实现较大规模现金流入。2017-2019 年公司营业收入现金率分别为 107.44%、110.88%和 100.66%，营业现金回笼情况尚可；同期经营活动产生的现金流量净额分别为 6.19 亿元、3.54 亿元和-7.37 亿元，其中 2018 年公司经营活动产生的现金流量净额大幅减少主要系受房地产项目开发进度，以及可售余房减少等影响，当年房地产销售收入大幅减少所致；2019 年公司经营性现金流呈净流出状态主要系当年在建的房地产项目投入规模较大同时房地产销售收入仍较少所致。

该公司投资活动现金收支主要体现公司基础设施建设投资支出、股权投资及与园区内企业暂借款收支等情况。2017-2019 年公司投资活动产生的现金流量净额分别为-10.96 亿元、-35.41 亿元和 5.42 亿元，2017-2018 年投资活动产生的现金流量净额呈大额净流出主要系有机更新等项目的持续投入，以及为义乌市招商引资企业提供的资金支持大幅增加所致；2019 年投资性现金流为净流入主要系当年收回对吉利发动机公司和义乌市创诚资产管理有限公司（以下简称“创诚资管”）等企业的资金支持以及收回义乌国资部分暂借款所致。公司主要依靠银行借款、资金拆借和政府注资等方式弥补经营及投资环节的资金缺口。2017-2019 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 8.48 亿元、37.70 亿元和-4.83 亿元，其中 2018 年筹资活动产生的现金流量净额大幅增长主要系收到义乌经开区管委会的注资款 6.19 亿元，以及收到义乌国资和义乌经开区管委会暂借款大幅增加所致；2019 年筹资性现金流为净流出主要系当年外部筹资规模较小而偿还债务本息规模较大所致。

图表 10. 公司现金流情况（单位：亿元）



资料来源：义乌经开公司

该公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出和固定资产折旧构成，2017-2019 年分别为 2.55 亿元、1.33 亿元和 2.27 亿元。EBITDA 对利息支出的保障能力较好，但公司刚性债务规模较大，公司 EBITDA 对刚性债务的保障程度较弱。同时，公司非筹资性现金流持续净流出，无法对债务偿付提供有效保障。

图表 11. 公司现金流及 EBITDA 对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	10.02	1.46	2.97
EBITDA/刚性债务(倍)	0.32	0.10	0.20
经营性现金净流入与流动负债比率(%)	25.90	9.32	-14.00
经营性现金净流入与刚性债务比率(%)	77.36	26.38	-63.74
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-19.93	-83.93	-3.71
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	-59.51	-237.51	-16.87

资料来源：义乌经开公司

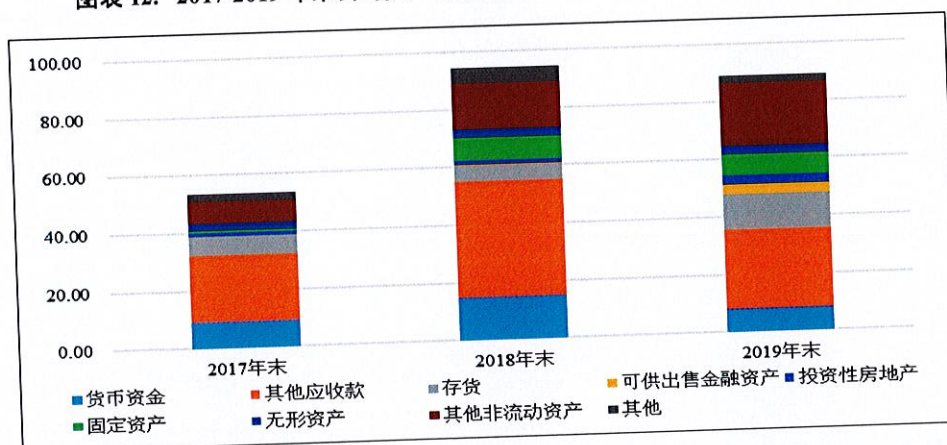
(3) 资产质量分析

随着股东增资以及自身经营积累，该公司所有者权益实现较快增长，2017-2019 年末公司所有者权益分别为 20.25 亿元、26.93 亿元和 32.72 亿元。其中，2017 年义乌国资以现金出资 6.50 亿元认缴注册资本，并相应形成资本溢价 0.75 亿元计入资本公积；2018 年义乌经开区管委会实缴出资款 6.19 亿元，其中 5.12 亿元计入实收资本，1.08 亿元计入资本公积；2019 年义乌经开区管委会实缴出资款 5.10 亿元，其中 4.22 亿元计入实收资本，0.88 亿元计入资本公积。公司资本结构稳定性较好，2019 年末实收资本和资本公积分别为 25.84 亿元和 2.75 亿元，合计占所有者权益的比重为 87.37%。

该公司资产以应收款项和项目开发成本等为主，2017-2019 年末公司资产总额分别为 53.45 亿元、94.28 亿元和 88.98 亿元，以流动资产为主。从具体构成看，2019 年末公司资产主要由货币资金、其他应收款、存货、固定资产和其他非流动资产构成。其中，货币资金余额为 8.18 亿元，均未受限，期末现金比率 15.87%；其他应收款余额为 27.67 亿元，主要包括应收浙江英伦汽车有限公司、浙江义利汽车零部件有限公司和浙江极智通信科技股份有限公司等款项，金额分别为 8.00 亿元、5.50 亿元和 2.00 亿元，系配合义乌市招商引资而对上述企业提供资金支持，以及应收义乌经开区管委会 7.50 亿元往来款和义乌国资 2.03 亿元暂借款，2019 年末其他应收款余额较上年末下降 31.40%，主要系收回对吉利发动机公司、创诚资管等企业的资金支持款项所致；存货余额为 11.95 亿元，主要包括房地产开发成本 11.47 亿元和房地产开发产品 0.47 亿元，较上年末显著增长 136.15%，主要系当年盘塘配套住宅项目、久府安置房和江湾集聚项目投资增加所致；固定资产余额为 7.35 亿元，较上年末下降 6.22%，主要为文化广场等房屋及建筑物；其他非流动资产余额为 22.06 亿元，较上年末增长 38.80%，主要系有机更新项目建设成本以及

新增万向信托基金 5.32 亿元⁹。此外，2019 年末公司可供出售金融资产余额较上年末增加 2.80 亿元至 3.27 亿元，主要系当年公司追加对义乌森山股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“森山投资基金”）¹⁰的投资 2.40 亿元以及新增对杭州阿优文化科技有限公司（以下简称“阿优文化”）¹¹的投资 0.40 亿元所致；投资性房地产余额为 3.21 亿元，较上年末显著增长 129.56%，主要系高创园二期-1-3#厂房、高创园二期-3#科研楼及 1#公寓楼、绿色动力小镇邻里中心部分项目和临时食堂工程完工转入投资性房地产所致，受此影响，2019 年末公司在建工程余额为 1.24 亿元，较上年末下降 51.56%。

图表 12. 2017-2019 年末公司资产构成情况（单位：亿元）



资料来源：义乌经开公司

（4）流动性/短期因素

2017-2019 年末，该公司流动比率分别为 179.89%、117.12%和 93.94%，公司资产以应收类款项、有机更新项目及房地产项目开发成本为主，其中应收类款项以应收义乌市招商引资企业和经开区管委会款项为主，款项回收期限较长，回收进展存在一定不确定性，同时受项目投建及结算进度影响，项目资金回笼进展亦存在不确定性，公司实际资产流动性欠佳。同期末，公司现金比

⁹ 2019 年该公司完成与民生银行共同发起设立的平层同股同权信托项目 5 亿元认购；同年 6 月和 12 月，公司分别与民生银行签订《信托受益权转让协议》，民生银行将其与万向信托股份公司（以下简称“万向信托”）签订的编号为 WX-SJ-2018001003-101 的万向信托-【瓔珞 8 号】事务管理类集合资金信托计划信托合同项下的合计 3226.58 万份 A 类信托单位对应的信托受益权转让给公司，公司支付给民生银行转让价款合计为 3226.58 万元；2020 年 6 月，公司再次受让该信托合同项下 1758.64 万份 A 类信托单位对应的信托受益权，支付的转让价款为 1758.64 万元。

¹⁰ 森山投资基金成立于 2018 年 11 月，由森宇控股集团有限公司（以下简称“森宇控股”）发起，森宇控股、该公司和浙江千睿资产管理有限公司均以货币形式分别认缴出资 5 亿元、5 亿元和 0.01 亿元，分别持股 49.95%、49.95%和 0.10%，截至 2019 年末，公司对其投资余额为 2.50 亿元，剩余 2.50 亿元出资额需于 2020 年 11 月 30 日前实缴。森山投资基金对森山健康小镇投资有限公司（以下简称“森山小镇投资公司”）进行权益性投资，计划分两次增资持有森山小镇投资公司 28.57%股权，增资款实际投向为森山健康小镇项目内的地质公园、健康产业园一期及科普馆等建设。按协议约定，森山小镇投资公司自接受第一笔投资款后五年内，其股权未能在中国大陆 A 股市场或香港联合交易所实现挂牌交易的，森宇控股按公司实际投资总额加上不低于 2%的投资收益率计算的利润额之和回购。

¹¹ 阿优文化成立于 2012 年 10 月，主要从事儿童教育，系义乌经开区招商引资企业，该公司向阿优文化投资 0.40 亿元，持有其 8.7%的股权。

率分别为 41.13%、27.83%和 15.87%，短期刚性债务现金覆盖率分别为 55562.63%、672.78%和 313.40%，目前公司储备有一定规模现金资产，可对即期债务偿付提供一定保障。

图表 13. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2017 年末	2018 年末	2019 年末
流动比率 (%)	179.89	117.12	93.94
现金比率 (%)	41.13	27.83	15.87
短期刚性债务现金覆盖率 (%)	55562.63	672.78	313.40

资料来源：义乌经开公司

截至 2019 年末，该公司资产受限规模为 0.96 亿元，为公司以固定资产中的房产为股东义乌国资提供抵押担保。

3. 公司盈利能力

该公司营业毛利主要来自房地产销售业务，2017-2019 年公司营业毛利分别为 3.45 亿元、2.07 亿元和 1.78 亿元，其中房地产销售分别贡献 101.95%、99.81%和 93.34%。同期，综合毛利率分别为 36.86%、49.70%和 41.51%；房地产销售毛利率分别为 37.97%、55.86%和 52.78%。其中，2018 年主要受益于房地产市场行情较好，房价上涨导致房地产销售毛利率大幅增长，带动公司综合毛利率增长；2019 年受毛利率较低的其他业务收入占比提升影响，公司当年综合毛利率有所下滑。

该公司期间费用以管理费用为主，2017-2019 年管理费用分别为 0.13 亿元、0.32 亿元和 0.70 亿元，其中 2018 年以来管理费用大幅增长，主要系职工薪酬和折旧摊销费增加所致。同期公司财务费用分别为 0.11 亿元、-0.19 亿元和 -0.20 亿元，2018 年以来公司计提资本化利息，同时利息收入增加，使得财务费用为负。综上影响，2017-2019 年公司期间费用分别为 0.28 亿元、0.21 亿元和 0.55 亿元；期间费用率分别为 2.98%、5.15%和 12.76%。

近年来，该公司收到的政府补助收入规模很小，仅 2019 年收到金义综保区扶持资金 19.71 万元，公司盈利主要来源于业务毛利，同时投资净收益对盈利产生一定影响。2017-2019 年，公司投资净收益分别为 -30.75 万元、0.03 亿元和 0.37 亿元，2018 年投资收益主要来源于理财产品的投资；2019 年投资收益主要来源于万向信托基金投资收益 0.32 亿元和理财产品投资收益 0.04 亿元。同期，公司分别实现净利润 1.43 亿元、0.44 亿元和 0.69 亿元；净资产收益率分别为 9.87%、1.86%和 2.31%。

公司抗风险能力评价

1. 公司经营及财务实力

该公司是义乌经开区核心的国有资产运营管理主体，主营业务具有较强的区域专营性。多年来公司配合区域招进行了若干配套商办项目的开发，同时开发多个商业住宅项目，房产销售是公司近三年的主要收入来源。目前，公司承接的区域内有机更新等基建项目以及在建房产项目存在较大的投资需求，面临较大的资本性支出压力。

近年来该公司盈利主要来源于房地产销售业务，但受项目开发进度及可售房产存量减少等影响，该业务收入及盈利规模存在波动。随着义乌经开区有机更新及房产项目的持续推进以及对吉利系企业借出较大规模资金，公司已积累较大规模债务，负债经营程度维持在较高水平，债务偿付压力较大。公司资产中应收类款项占比较高，大额资金流向园区企业，款项回收存在一定不确定性，公司实际资产流动性欠佳。

2. 外部支持因素

金华一义乌与杭州、宁波、温州并列为浙江省四大都市区，是浙江省重点规划发展的核心区域，包括构建都市经济交通走廊，加快四大都市区集聚高端要素、高端产业，增强中心城市综合服务能力等一系列发展规划均有益于义乌市未来经济发展。同时，义乌市是全球最大的小商品集散中心、全国首个县级国家级国际贸易综合改革试验区，综合经济实力稳居中国百强县前列。义乌经开区区位优势较明显，作为国家级经济技术开发区，发展潜力较大，为公司创造良好的外部发展环境。

义乌经开区是义乌市唯一的国家级经开区，亦是义乌市重要的产业发展载体，区域重要性高。该公司作为义乌经开区内核心的国有资产运营主体，能获得义乌市政府和义乌经开区管委会的大力支持。2018年10月公司注册资本增至33.68亿元，2018年义乌经开区管委会实缴出资款6.19亿元，其中5.12亿元计入实收资本，1.08亿元计入资本公积；2019年义乌经开区管委会实缴出资款5.10亿元，其中4.22亿元计入实收资本，0.88亿元计入资本公积。截至2019年末公司实收资本为25.84亿元，义乌经开区管委会计划于2028年8月8日前缴清剩余认缴款。上述增资事项进一步优化公司财务结构，提高公司融资能力。

同时，该公司已与多家商业银行开展合作，整体信用状况良好。截至2019年末，公司获得的各银行总授信额度为26.50亿元，剩余授信额度9.20亿元。

本期债券偿付保障分析

1. 募投项目收益

募投项目营业收入主要包括安置房销售收入和车位收入，根据项目可研报告，该项目总投资 25.01 亿元，本期债券存续期内（即项目运营期 4-7 年），预计募投项目可实现安置收入 9.20 亿元，定向销售收入 21.20 亿元，车位销售收入 3.07 亿元，合计 33.46 亿元。募投项目具有一定经营性收入，能够为本期债券偿债提供一定资金来源。

2. 担保分析

本期债券由该公司股东义乌国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

义乌国资系由义乌市国资委出资组建的国有独资企业，成立于 2013 年 12 月。自成立以来，义乌市政府、义乌市国资办陆续将义乌市市场发展集团有限公司、义乌市水务建设集团有限公司、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、义乌市城市建设集团有限公司（以下简称“义乌城投”）、义乌市交通旅游产业发展集团有限公司（以下简称“义乌交旅”）、义乌市建设投资集团有限公司（以下简称“义乌建投”）等国有企业集团股权划入义乌国资。截至 2019 年末，义乌国资注册资本和实收资本均为 17.80 亿元，由义乌市国资办全资持股，系义乌市最大的国有资产经营主体和城市基础设施投融资平台。

义乌国资业务涉及市场经营、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，业务多元化程度高，其中市场经营和房地产销售业务为两大主要业务。义乌国资通过控股的商城集团（股票代码 600415）经营国际商贸城一区至五区、篁园市场等多家具有重要影响力的小商品市场；依托恒风集团开展针纺织品、日用品、服装等商品外贸业务；依托义乌城投、义乌交旅、义乌建投等子公司负责义乌市的市政场馆、路桥、园区、安置房等城市基础设施建设，交易对手主要为义乌市政府，并涉及开发与运营房地产和商业地产；此外，义乌国资的交通运输、供水及污水处理等业务具有区域垄断优势。

截至 2019 年末，义乌国资经审计的合并口径资产总额为 1860.06 亿元，净资产为 485.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 407.67 亿元，资产负债率为 73.91%；2019 年度，义乌国资全年实现营业收入 108.66 亿元，净利润 8.96 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.49 亿元。2019 年末，义乌国资对外担保余额 82.16 亿元（含担保业务对外担保余额 11.62 亿元），担保比率为 16.93%。

综合而言，义乌国资作为义乌市最大的国有资产经营主体和城市基础设施

投融资平台，能持续获得义乌市政府在资产划拨、财政补贴等方面的大力支持，资本实力较强，整体偿债能力较好，对本期债券的担保有效性强。

评级结论

金华—义乌与杭州、宁波、温州并列为浙江省四大都市区，是浙江省重点规划发展的核心区域，包括构建都市经济交通走廊，加快四大都市区集聚高端要素、高端产业，增强中心城市综合服务能力等一系列发展规划均有益于义乌市未来经济发展。同时，义乌市是全球最大的小商品集散中心、全国首个县级国家级国际贸易综合改革试验区，综合经济实力稳居中国百强县前列。义乌经开区区位优势较明显，作为国家级经济技术开发区，发展潜力较大，为公司创造良好的外部发展环境。

义乌经开区是义乌市唯一的国家级经开区，亦是义乌市重要的产业发展载体，区域重要性高。该公司作为义乌经开区内核心的国有资产运营主体，能获得义乌市政府和义乌经开区管委会的大力支持。

多年来该公司配合区域招进行了若干配套商办项目的开发，同时开发多个商业住宅项目，房产销售是公司近三年的主要收入来源。目前，公司承接的区域内有机更新等基建项目以及在建房产项目存在较大的投资需求，面临较大的资本性支出压力。

近年来该公司盈利主要来源于房地产销售业务，但受项目开发进度及可售房产存量减少等影响，该业务收入及盈利规模存在波动。随着义乌经开区有机更新及房产项目的持续推进以及对吉利系企业借出较大规模资金，公司已积累较大规模债务，负债经营程度维持在较高水平，债务偿付压力较大。公司资产中应收类款项占比较高，大额资金流向园区企业，款项回收存在一定不确定性，公司实际资产流动性欠佳。

本期债券由义乌国资提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的到期偿付安全性。

跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本期企业债存续期（本期企业债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于每年 6 月 30 日前出具。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

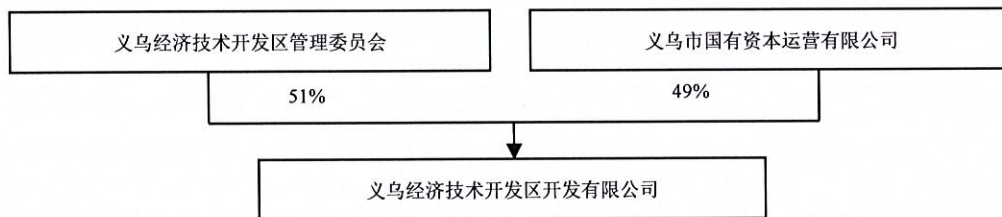
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

本评级机构将在监管部门指定媒体及本评级机构的网站上公布持续跟踪评级结果。

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

附录一：

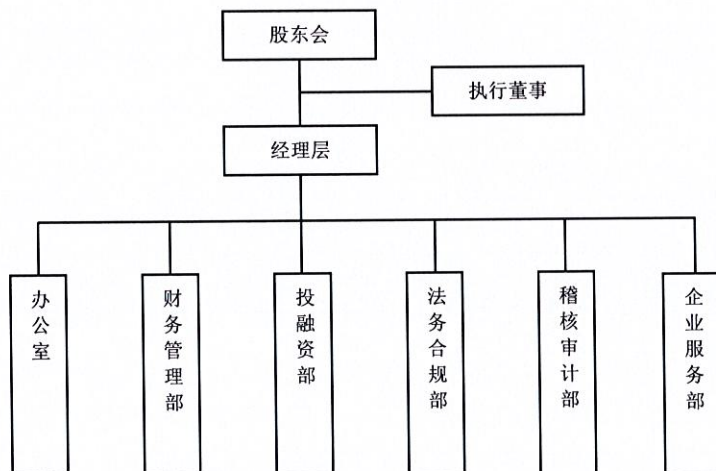
公司股权结构图



注：根据义乌经开公司提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据义乌经开公司提供的资料绘制（截至 2019 年末）

附录三:

公司主业涉及的经营主体及其概况

名 称		母公司 持股比例 (%)	主营业务	2019 年（末）主要财务数据				
全称	简称			刚性债务余额 (万元)	所有者权益 (万元)	营业收入 (万元)	净利润 (万元)	经营环节现金净 流入量 (万元)
义乌经济技术开发区开发有限公司	义乌经开	本部	基础设施建设、房地产开发	73101.42	360282.28	29541.22	7723.69	5303.67
义乌市文化广场管理有限公司	文化广 场公 司	100%	广场管理、停车服务	--	456.05	28.41	-49.88	168.21
义乌经济技术开发区工程建设管理有限 公司	工 程 建 设 公 司	100%	城市基础设施投资、建设与管理， 各类政府（社会）性	--	504.25	597.38	0.78	-412.29
义乌经济技术开发区城市更新发展有限 公司	城 市 更 新 公 司	100%	投资项目代建（管理）等	--	-1381.75	26.48	55.95	11769.71
义乌市金梧桐投资管理有限公司	金梧桐 投资 公司	100%	项目投资	--	2264.31	750.14	251.08	589.22
义乌市锦都房地产开发有限公司	锦都房产	90%	房地产开发与销售	--	17913.00	12053.67	3525.25	-76621.38

注: 根据义乌经开公司提供资料整理

附录四：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	53.45	94.28	88.98
货币资金 [亿元]	9.13	14.96	8.18
刚性债务[亿元]	11.02	15.82	7.31
所有者权益 [亿元]	20.25	26.93	32.72
营业收入[亿元]	9.37	4.16	4.29
净利润 [亿元]	1.43	0.44	0.69
EBITDA[亿元]	2.55	1.33	2.27
经营性现金净流入量[亿元]	6.19	3.54	-7.37
投资性现金净流入量[亿元]	-10.96	-35.41	5.42
资产负债率[%]	62.11	71.43	63.23
长短期债务比[%]	49.55	25.30	9.12
权益资本与刚性债务比率[%]	183.83	170.21	447.62
流动比率[%]	179.89	117.12	93.94
速动比率[%]	149.78	107.70	70.72
现金比率[%]	41.13	27.83	15.87
短期刚性债务现金覆盖率[%]	55,562.63	672.78	313.40
利息保障倍数[倍]	9.28	0.88	1.76
有形净值债务率[%]	185.42	281.08	190.48
担保比率[%]	—	—	8.49
毛利率[%]	36.86	49.70	41.51
营业利润率[%]	22.48	19.14	23.98
总资产报酬率[%]	5.21	1.10	1.47
净资产收益率[%]	9.87	1.86	2.31
净资产收益率*[%]	9.69	1.67	2.21
营业收入现金率[%]	107.44	110.88	100.66
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	25.90	9.32	-14.00
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	77.36	26.38	-63.74
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-19.93	-83.93	-3.71
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-59.51	-237.51	-16.87
EBITDA/利息支出[倍]	10.02	1.46	2.97
EBITDA/刚性债务[倍]	0.32	0.10	0.20

注：表中数据依据义乌经开公司 2017-2019 年三年连审财务数据整理、计算。

附录五：

担保方主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额 [亿元]	1324.98	1545.06	1860.06
货币资金 [亿元]	115.74	103.70	149.22
刚性债务[亿元]	740.32	854.44	1052.72
所有者权益 [亿元]	357.77	418.68	485.28
营业收入[亿元]	166.54	78.88	108.66
净利润 [亿元]	10.74	5.38	8.96
EBITDA[亿元]	49.58	40.63	49.26
经营性现金净流入量[亿元]	-184.97	-8.17	-18.43
投资性现金净流入量[亿元]	-139.31	-132.91	-123.73
资产负债率[%]	73.00	72.90	73.91
长短期债务比[%]	119.50	133.26	134.57
权益资本与刚性债务比率[%]	48.33	49.00	46.10
流动比率[%]	110.09	109.47	107.81
速动比率 [%]	52.47	57.37	53.98
现金比率[%]	26.27	21.48	25.53
短期刚性债务现金覆盖率[%]	38.63	34.71	42.31
利息保障倍数[倍]	1.37	0.91	1.10
有形净值债务率[%]	347.17	339.42	344.53
担保比率[%]	11.45	9.42	16.93
毛利率[%]	15.98	18.97	22.15
营业利润率[%]	12.38	12.05	12.20
总资产报酬率[%]	2.56	1.58	1.77
净资产收益率[%]	3.16	1.39	1.98
净资产收益率*[%]	1.66	0.30	0.92
营业收入现金率[%]	69.44	119.63	93.18
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-45.36	-1.77	-3.45
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-32.32	-1.03	-1.93
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-79.52	-30.55	-26.60
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-56.67	-17.69	-14.91
EBITDA/利息支出[倍]	2.29	1.63	1.80
EBITDA/刚性债务[倍]	0.09	0.05	0.05

注：表中数据依据义乌国资经审计的 2017-2019 年度财务数据整理、计算，2017 年均取自会计差错更正后的数据。

附录六：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
短期刚性债务现金覆盖率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末短期刚性债务余额×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流入量与刚性债务比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初刚性债务合计+期末刚性债务合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录七：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级	含 义
投资级	AAA 级 发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级 发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级 发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级 发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级 发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级 发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级 发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级 发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级 发行人不能偿还债务

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

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA 级、CCC 级（含）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。

评级声明

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

本评级机构与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本期债券存续期内有效。本期债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。