



# 义乌市国有资本运营有限公司 主动评级报告

信用等级：AA-<sub>pi</sub> 信用展望：稳定

评级时间：2021年09月17日

主要经营指标	2017	2018	2019	2020Q3
房地产开发收入(亿元)	9.17	21.48	88.6	88.44
交通客运收入(亿元)	4.18	4.40	4.99	2.08
商品销售收入(亿元)	7.52	1.95	0.20	18.93
市场经营收入(亿元)	24.10	25.02	26.21	20.72
水务板块收入(亿元)	6.00	6.83	8.38	5.33
主要财务指标	2017	2018	2019	2020Q3
现金类资产(亿元)	115.74	103.70	149.61	210.60
资产总额(亿元)	1324.98	1545.06	1860.06	2095.89
所有者权益(亿元)	357.77	418.68	485.28	524.62
短期债务(亿元)	293.64	292.01	345.19	424.41
全部债务(亿元)	753.47	849.32	1045.98	1182.59
营业总收入(亿元)	166.54	78.88	108.66	110.91
利润总额(亿元)	18.83	9.43	13.23	-1.55
EBITDA(亿元)	49.58	40.63	49.26	-
经营净现金流(亿元)	-184.97	-8.17	-18.43	-48.63
营业毛利率(%)	15.98	18.97	22.15	14.18
EBIT利润率(%)	17.77	28.69	27.79	-
总资产报酬率(%)	2.56	1.58	1.77	-
资产负债率(%)	73.00	72.90	73.91	74.97
全部债务资本化比率(%)	67.80	66.98	68.31	69.27
流动比率(倍)	1.10	1.09	1.08	1.06
现金类资产/短期债务(倍)	0.39	0.36	0.43	0.50
全部债务/EBITDA(倍)	15.20	20.91	21.23	-
EBITDA利息保障倍数(倍)	2.29	1.63	2.11	-

资料来源：公开资料，公司2017-2019年审计报告及未经审计的2020年三季度财务报表。

## 市场服务

电话：010-88090123

**免责声明：**1、本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信无法对引用资料的真实性及完整性负责；2、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等；3、本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；4、未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露，不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

## 评级结论

义乌市国有资本运营有限公司（以下简称“公司”或“义乌国资”）成立于2013年12月，其控股股东及实际控制人均为义乌市国资办（持有公司90.56%股权）。公司主要承担义乌市基础设施代建、市场经营、商品销售、交通客运及水务等业务，短期内业务结构将保持稳定。经营方面，公司是义乌市最大的国有资本运营平台，市场经营业务出租情况很好且租金水平较高，商品销售业务利润较薄，近年受宏观经济影响，板块收入波动较大；房地产业务区域集中度较高，项目周转较慢，保障房业务垫资规模较大，需关注在建项目销售去化及回款进度情况；公用类业务经营较为稳定，但盈利能力较弱，对政府补贴有较大依赖，代建项目投资规模较大，整体看经营风险很低。财务方面，公司资产质量及盈利能力一般，资金平衡主要依赖对外筹资，债务负担较重，短期偿债指标表现较差，长期偿债指标表现一般，整体财务风险较低。外部支持对公司具有很强的增信作用。综合上述因素，中债资信对公司主体信用风险评价为AA-<sub>pi</sub>，信用展望为稳定。

## 评级要素

### ■ 经营风险要素

- **行业风险：**我国商业地产整体呈现供给过剩态势，其依托城市发展因而区域差异性较明显，近年来一线城市商业物业存量较饱和，增量空间有限，二线及以下城市经济水平差异较大，局部地区商业地产出现供需失调。疫情反复将对商业地产租金及出租率仍有一定影响，行业整体恢复时间较长，不同区域及企业分化仍将持续。
- **规模及市场地位：**公司是义乌市最大的国有资本运营平台，公司下属的义乌中国小商品城是全国最大的商品交易平台，品牌优势明显；同时公司的公用类业务等其它业务在区域内亦拥有一定的垄断优势。
- **市场经营业务：**该业务是公司最核心业务板块，主要由全资子公司义乌市市场发展集团有限公司及其控股的上市公司浙江中国小商品城集团股份有限公司（以下简称“小商品城”，股票代码：600415.SH）经营。公司主要经营义乌中国小商品城及其他专业市场，覆盖家居建材、生活服务等多个领域，截至2020年9月末，公司主要商贸市场可出租面积169.91万平方米，已出租面积164.37万平方米，整体出租率达到96.74%，出租情况很好。租金水平方面，根据2020年前三季度该板块收入和已出租面积计算，其平均租金约为3.45元/平方米/天，受疫情期间免费顺延租期影响平均租金较上年同期有所下滑，但总体仍处于行业较高水平。整体看，公司市场经营业务服务于义乌本地、全国以及国际化商品流通，依托义乌中国小商品城的品牌效应，具有很强的竞争力，但需关注电子商务及疫情反复对板块经营的冲击。此外，小商

品城全资子公司商城金控与上海阜兴实业集团有限公司（以下简称“阜兴实业”）合伙设立商阜创智基金，其中商城金控实缴约 6.18 亿元，因合伙人阜兴实业（实缴约 1.03 亿元）实际控制人朱一栋涉嫌犯罪，产业基金所持有的湖北省资产管理有限公司（以下简称“湖北资管公司”）22.67%股权被上海市公安局冻结，冻结期限至 2021 年 3 月 5 日，但 2021 年 3 月 9 日，小商品城发布公告表示，商阜创智基金持有的湖北资管公司 22.67%的股权被上海市公安局继续冻结，冻结期限自 2021 年 3 月 3 日至 2021 年 9 月 2 日，该投资或产生一定损失，关注后续进展。

●商品销售业务：商品销售板块经营主体为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”）和义乌市恒风进出口有限公司，公司依托义乌中国小商品城开展进出口贸易业务，主要出口国包括巴西、泰国、德国等，主要出口商品为服装、纺织品、日用品等。该板块盈利模式为赚取商品购销差价，总体来看业务利润较薄。近年来受宏观经济影响，板块收入波动较大。2017 年商城贸易共 5 笔信用证逾期，逾期金额合计 1.096 亿元，2018 年 3 月公司转让商城贸易的部分股权，此次股权转让后，义乌市优昇贸易有限责任公司和商城贸易公司均不再纳入义乌国资合并报表范围内。截至 2021 年 3 月末，小商品城仍持有商城贸易公司 35.80%股份，为公司联营企业。

●房地产业务：主要分保障房业务及非保障房业务，产品业态包括普通住宅、保障房、商业地产及工业用房，主要集中在义乌地区，区域集中度较高。截至 2020 年 9 月末，公司存货/预收账款为 7.62 倍，整体项目周转较慢。非保障房业务方面，公司主要在建房地产项目总投资 49.19 亿元，截至 2020 年 9 月末已投资 39.29 亿元，个别楼盘尚处于去化初期，需关注后续回款情况。保障房业务方面，根据项目批次分为两种盈利模式，第一批集聚项目开发建设完工后，根据政府指导价定向安置，由此产生的亏损由政府补贴；第二批集聚项目系与义乌市城管委签订政府购买服务协议，由财政性资金按计划每年支付由建设成本、服务费及政府购买服务期间财务费用组成的协议价款。截至 2020 年 9 月末，第二批城乡社区集聚项目总投资 73.52 亿元，已投资 49.92 亿元，协议回款额为 78.95 亿元，待回购规模较大。总体看，公司保障房项目未来投资规模较大，需关注回款实际进度情况。

●公用类业务：基础设施业务主要采用委托代建模式运作，建设资金依靠政府回购进行平衡。已完工项目回款存在一定滞后；在建项目截至 2020 年 9 月末总投资 280.28 亿元，已投资 99.46 亿元，该板块未来投资规模较大，需关注后续回款情况。水务业务包含供水、污水处理及水务工程，产业链齐全，在义乌市具有明显垄断优势，但受制水成本和运输成本较高影响，近年来水务业务毛利率维持较低水平，盈利能力较弱。交通客运业务包括城乡公交、出租客运、长途客运和客运场站经营，近年来持续亏损，对政府补贴依赖度很高，2017 年~2020 年三季度，共获补贴 12.36 亿元。整体来看公用类业务

收入规模占比较小，经营较为稳定，但基础设施代建业务对公司占款规模很大，板块盈利能力较弱，部分业务处于亏损状态，对政府补贴有较大的依赖。

●发展战略：截至 2020 年 9 月末，公司在建项目合计尚需投资 280.88 亿元，其中，房地产（含保障房）项目、基础设施项目、仓储物流项目分别需投资 33.5 亿元、180.82 亿元、66.56 亿元，考虑到基础设施代建项目投资规模较大、回款存在滞后，整体看公司未来面临较大资金支出压力。

#### ■ 财务风险要素

●资产质量：近年来随着大规模投资，公司资产显著增长，资产主要由货币资金、存货、其他应收款、固定资产、在建工程、其他非流动资产等组成。其中，货币资金受限比例很小；其他应收款近年来快速增长，截至 2020 年 9 月末已超过 119 亿元，主要为对区域城投企业、财政局、管委会及其他关联方的往来款，账龄多在一年以内，截至 2019 年末前五大欠款对象占比约为 67%，集中度较高且对资金形成较大占用。其他非流动资产近年来不断攀升且规模较大，主要为棚户区改造项目前期征收成本。此外，公司有一定规模的可供出售金融资产和长期股权投资，所投集中于区域内企业和投向基金，2019 年计提减值准备 3.13 亿元，需关注相关风险敞口。受限资产方面，截至 2020 年 9 月末，公司受限资产账面价值为 175.05 亿元，占总资产的 8.35%，受限比例较低。整体看，公司资产质量一般。

●盈利能力和现金流：近年来公司营业收入受房地产业务影响波动较大，持续攀升的管理、财务费用以及较高的资产减值损失对利润侵蚀严重，2018 年以来公司经营性业务利润持续大幅亏损，利润总额严重依赖政府补助和投资收益，整体盈利能力一般。现金流方面，受公司棚改项目大规模投资及往来资金大规模拆借影响，经营及投资现金流持续呈大幅净流出状态，资金平衡主要依赖对外筹资。截至 2020 年 9 月末，公司共取得银行授信 837.78 亿元，剩余银行授信 301.52 亿元，备用流动性较为充足，但考虑到未来仍有较大规模投资需求，公司仍将面临较大的筹资压力。

●资本结构和偿债指标：近年来公司债务持续快速增长，债务结构尚可（截至 2020 年 9 月，长期债务占比约 64%），同期末调整后资产负债率 74.39%，债务负担处行业较重水平。偿债指标方面，同期末公司现金类资产/短期债务为 0.50 倍，短期偿债指标表现较差（现金类资产+存货+投资性房地产+公益性业务资产-预收款项）/全部债务为 1.09 倍，长期偿债指标表现一般。考虑到公司仍有较大规模投资需求，未来偿债指标有弱化压力。此外，公司本部基本不从事业务运营，主要将融得资金拆借给关联方，需关注治理风险及资金调配可能导致的债务周转压力。

●其他事项：对外担保方面，截至 2020 年 9 月末，公司对外担保合计 100.24 亿元，对外担保金额较大，2019 年末公司子公司尚有应收代偿款 2.59 亿元，且涉及对民营企业的大额担保，公司面临一定代偿风险。此外，截至 2020



年 9 月末，公司涉及多项未决诉讼（涉及金额 1.14 亿元），需关注后续诉讼裁决进展情况。

#### ■ 外部支持

公司实际控制人为义乌市国资办，由于公司在城市基础设施建设和公用事业方面履行重要职能，每年均可获得义乌市政府给予的城乡一体化补贴、油价补贴、项目贴息等补助。2017~2019 年，公司分别收到补助 15.84 亿元、20.34 亿元及 22.77 亿元。总体看，外部支持对公司具有很强的增信作用。

## 附件一：

## 信用等级符号及含义

中债资信评估有限责任公司主体评级业务采用的信用等级符号是对受评主体违约风险的评价，整个等级符号体系划分为四等十级，主动评级时以“pi”下标标注。主动评级业务采用的主体信用等级符号分别为 AAA<sub>pi</sub>、AA<sub>pi</sub>、A<sub>pi</sub>、BBB<sub>pi</sub>、BB<sub>pi</sub>、B<sub>pi</sub>、CCC<sub>pi</sub>、CC<sub>pi</sub>、C<sub>pi</sub>、D<sub>pi</sub>，其中 AAA<sub>pi</sub> 至 B<sub>pi</sub> 级别可用“+”或“-”符号进行微调，表示在本等级内略高或略低于中等水平。各等级符号的含义如下：

等级符号	等级含义
AAA <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	偿还债务的能力一般，受不利经济环境的影响较大，违约风险一般。
BB <sub>pi</sub>	偿还债务的能力较弱，受不利经济环境的影响很大，违约风险较高。
B <sub>pi</sub>	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 <sub>pi</sub>	主体基本无法偿还债务，未来一段时间内将发生违约。
CC <sub>pi</sub>	主体基本难以偿还债务，短期内将发生违约。
C <sub>pi</sub>	主体已发布债务兑付风险提示、申请破产等情况，表示主体即将违约。
D <sub>pi</sub>	主体已经违约。

## 信用评级报告声明

（一）本报告为主动评级报告，报告中引用的受评主体相关资料主要来自公开信息，未考虑无法获取的可能对信用等级有重要影响的非公开资料，中债资信评估有限责任公司（以下简称“中债资信”）无法对引用资料的真实性及完整性负责。

（二）中债资信对义乌市国有资本运营有限公司（以下简称“受评主体”）的信用等级评定是依据中债资信内部评级程序要求、以中债资信的评级方法为依据，在参考评级模型处理结果的基础上，通过信用评审委员的专业经验判断而确定的。本报告所依据的评级方法、评级模型和评级程序在中债资信官方网站公开披露。

（三）中债资信所评定的受评主体信用等级仅反映受评主体违约可能性的高低，并非是对其是否违约的直接判断。

（四）中债资信所评定的受评主体信用等级反映的是中债资信对受评主体长期信用质量的判断，是中债资信对受评主体未来一个经济周期经营风险和财务风险综合评估的结果，而不是仅反映评级时点受评主体的信用品质。

（五）本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。本评级报告在未经中债资信书面同意的情况下，不得在任何披露文件中被援引或提及，中债资信不对未经明确书面同意的任何使用、披露、依赖、援引、提及、备案等用途承担任何责任；未经中债资信书面同意的情况下，不得作为任何债券或证券发行文件的一部分被予以披露、不得在募集说明书或其他债券发行文件中被援引或提及，不得为投资人或其他任何人士所依赖。

（六）中债资信及其相关信用评级分析师、信用评审委员与受评主体之间，不存在任何影响评级客观、独立、公正的关联关系；本报告的评级结论是中债资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，中债资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、独立、公正的原则，未因受评主体和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

（七）本报告所采用的评级符号体系仅适用于中债资信针对中国区域（不含港澳台）的信用评级业务，与非依据该区域评级符号体系得出的评级结果不具有可比性。

（八）本报告所评定的信用等级自评级报告出具之日起一年内有效。

（九）本报告版权归中债资信所有，未经书面许可，任何人不得对报告进行任何形式的发布和复制。