



信用等级通知书

信评委函字[2016]1346D 号

义乌市国有资本运营有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司
及贵公司拟发行的“义乌市国有资本运营有限公司2017年度
第一期中期票据”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际
信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为AA⁺，评级
展望为稳定，本期中期票据的信用等级为AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一七年一月四日

义乌市国有资本运营有限公司 2017 年度第一期中期票据信用评级报告

发行主体	义乌市国有资本运营有限公司
主体信用等级	AA ⁺
评级展望	稳定
中期票据信用等级	AA ⁺
注册额度	15 亿元
本期规模	15 亿元
发行期限	于发行人依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在发行人依据发行条款的约定赎回时到期
偿还方式	于本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，发行人有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据
偿付顺序	本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于发行人所有其他待偿还债务融资工具
发行目的	用于“义乌江水环境综合治理工程”项目建设

概况数据

义乌资本(合并口径)	2013	2014	2015	2016.9
总资产(亿元)	451.78	627.21	794.53	880.07
所有者权益合计(亿元)	202.83	272.98	296.22	321.91
总负债(亿元)	248.95	354.23	498.31	558.16
总债务(亿元)	108.72	186.41	264.17	343.88
营业总收入(亿元)	65.20	70.38	85.68	78.37
净利润(亿元)	9.90	4.35	5.66	5.70
EBIT(亿元)	18.21	13.58	15.76	11.50
EBITDA(亿元)	28.39	25.57	29.21	-
经营活动净现金流(亿元)	0.99	-5.55	42.95	-28.32
营业毛利率(%)	44.10	37.41	31.74	31.56
总资产收益率(%)	4.50	2.52	2.22	-
资产负债率(%)	55.10	56.48	62.72	63.42
总资本化比率(%)	34.90	40.58	47.14	51.65
总债务/EBITDA(X)	3.83	7.29	9.04	-
EBITDA 利息倍数(X)	4.51	3.38	3.27	-
义乌资本(母公司口径)	2013	2014	2015	2016.9
总资产(亿元)	152.48	93.44	181.24	274.40
所有者权益合计(亿元)	152.48	55.79	57.48	75.11
总负债(亿元)	0.00	37.66	123.75	199.29
总债务(亿元)	0.00	11.86	64.65	127.48
营业总收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
净利润(亿元)	0.00	0.03	0.02	-0.07
EBIT(亿元)	0.00	0.60	2.76	-
EBITDA(亿元)	0.00	0.60	2.76	-
经营活动净现金流(亿元)	0.00	6.49	27.32	-23.38
营业毛利率(%)	-	-	-	-
总资产收益率(%)	0.00	1.29	2.01	-

基本观点

中诚信国际评定义乌市国有资本运营有限公司（以下简称“义乌资本”或“公司”或“发行人”）的主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；评定“义乌市国有资本运营有限公司 2017 年度第一期中期票据”信用等级为 AA⁺。

中诚信国际肯定了义乌市很强的经济财政实力、公司强有力的政府支持、区域垄断性地位以及义乌中国小商品城品牌优势明显等因素对公司未来发展的积极作用。同时，中诚信国际还考虑了公司债务规模快速上升，资本支出压力较大以及房地产政策风险等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- **很强的经济财政实力。**义乌市具有很强的经济和财政实力，2015 年，义乌市实现地区生产总值 1,046 亿元；实现公共财政预算收入 79.25 亿元。义乌市发达的区域经济和较强财政实力给公司经营创造了有利的外部环境。
- **强有力的政府支持。**公司在义乌市国有资产经营方面的突出地位使其得到地方政府的高度重视。2011 年以来义乌市政府多次以资产划拨、财政拨款等形式向公司注入资产、增大公司净资产，且义乌市政府每年均给予公司大量政府补助，以支持公司各项业务的经营。
- **区域垄断性地位及义乌中国小商品城品牌优势。**公司承担义乌市大部分重要商品市场的经营职责，公司的公交运输和水务业务在义乌市也具有一定垄断地位。公司经营的义乌中国小商品城为全国乃至世界知名的商品交易市场，在全国商贸行业中具有明显的品牌优势，为公司带来稳定的租金收入。

关注

- **公司债务规模上升较快，近期偿债压力较大。**随着投资规模的增加，公司债务规模也随之快速上升，并且公司存续债务中未来两年内到期的债务规模较大，给公司带来较大偿债压力。
- **公司资本支出压力较大且面临房地产政策和市场风险。**公司各子公司建设投资任务较多，未来将面临较大的资本支出压力。同时，房地产市场较易受到国家宏观调控、市场状况及土地政策等变化的影响，其经营业绩及现金流情况或将有所波动。

资产负债率(%)	0.00	40.30	68.28	72.63
总资本化比率(%)	0.00	17.53	52.93	62.93
总债务/EBITDA(X)	-	19.61	23.40	-
EBITDA 利息倍数(X)	-	1.06	1.01	-

注：1.公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2.2016年三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及母公司口径资本化和财务性利息支出，故相关指标失效；3.2013年财务报表为模拟合并财务报表；4.为准确反映公司实际债务情况，中诚信国际将合并口径各年度财务报表其他流动负债科目中的带息负债调入交易性金融负债科目，将长期应付款中带息借款调入长期借款科目；5.中诚信国际将2013~2015年财务报表其他综合收益调入资本公积科目。

分析师

项目负责人：陆静怡 jylu@ccxi.com.cn

项目组成员：郭静静 jjguo@ccxi.com.cn

李微颜 ayli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2017年1月4日

声明

一、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。

二、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。

三、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。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、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。

六、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。

七、本次评级结果自本期债务融资工具发行之日起生效，有效期为一年。票据存续期内，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的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

发行主体概况

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）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“义乌市国资委”）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。

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，为优化国有经济布局和国有资本投向，义乌市人民政府对义乌市国资委下属的四大国有企业集团进行股权调整，并将四大国有企业集团重组后的股权由义乌市国资委全部无偿划入公司，由公司履行出资人职责。四大国有企业集团公司包括：义乌市国有资产经营有限责任公司（以下简称“义乌国资”）、义乌市交通发展有限责任公司（以下简称“义乌交发”）、义乌市公用事业有限责任公司（以下简称“义乌公用”）、义乌小商品城恒大开发有限责任公司（以下简称“义乌恒大”）。

（1）义乌国资

义乌国资原系由义乌市国资委投资组建的有限责任公司，注册资本52,100万元。根据市委[2013]49号文，义乌国资下属全资子公司义乌市建设工务管理有限公司的全部股权于2013年10月11日由义乌国资划转至义乌市国资委，同时更名为义乌市城乡新社区投资建设有限公司；2013年12月31日义乌市国资委将义乌市城乡新社区投资建设有限公司全部股权划转至公司，同时更名为义乌市城乡新社区投资建设集团有限公司（以下简称“城投集团”）。

2013年12月31日，义乌国资全部股权由义乌市国资委划转至公司，同时更名为义乌市城市建设集团有限公司（以下简称“城投集团”）。城投集团主要负责义乌市城市基础设施开发、建设与管理，政府投资项目代建。

（2）义乌交发

义乌交发系由义乌市国资委投资组建的有限责任公司，注册资本20,000万元。根据市委[2013]49

号文，义乌市国资委将义乌交发公司下属子公司恒风股权（持股比例62.74%，以下简称“恒风集团”）全部划转至公司；同时，义乌交发更名为义乌市国际陆港集团有限公司（以下简称“陆港集团”），股权全部划转至公司。公司出资新设义乌市交通投资建设集团有限公司（以下简称“交投集团”），交投集团负责义乌市各类公路建设与养护，疏港高速、城际轨道交通、甬金铁路、杭长铁路等项目建设，2014年3月公司已将陆港集团部分资产划转至交投集团。交投集团已办妥工商设立登记手续。

（3）义乌公用

义乌公用系由义乌市国资委投资组建的有限责任公司。根据市委[2013]49号文，义乌市国资委将义乌公用更名为义乌市水务建设集团有限公司（以下简称“水务集团”），水务集团股权全部划转至公司。截至2016年9月末，水务集团的注册资本为52,000万元。

（4）义乌恒大

义乌恒大原系由义乌市国资委投资组建的有限责任公司，经营范围包括市场建设开发，建筑设计，建筑五金、水暖器材、建材、电工器材、装潢材料批发、零售等业务。根据市委[2013]49号文，2013年12月31日，义乌恒大公司股权全部划转至公司，同时更名为义乌市市场发展集团有限公司（以下简称“市场集团”）。截至2016年9月末，市场集团的注册资本为7,833.77万元。

2016年9月27日，经义乌市国资委出具的《股东决定书》，公司对企业名称、企业性质和组织结构等进行变更，变更后企业名称为义乌市国有资本运营有限公司，企业性质为有限责任公司（国有独资），并建立了总经理负责制，不再设立管委会，新增监事会。截至2015年末，公司注册资本人民币16.80亿元。公司经营范围为国有资本经营和国有股权管理。截至2016年9月末，公司拥有19家一级全资或控股子公司。

截至2015年末，公司资产总额794.53亿元，所有者权益合计为296.22亿元；2015年，公司实现营业总收入85.68亿元，净利润5.66亿元，经营活动净现金流为42.95亿元。

截至 2016 年 9 月末，公司资产总额 880.07 亿元，所有者权益合计为 321.91 亿元；2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 78.37 亿元，净利润 5.70 亿元，经营活动净现金流-28.32 亿元。

本期票据概况

发行条款

本期中期票据注册额度 15 亿元，本期发行金额 15 亿元。本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。于本期中期票据第 3 个和其后每个付息日，发行人有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。本期中期票据的本金和利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前 3 个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档、集中配售方式确定，在前 3 个计息年度内保持不变。自第 4 个计息年度起，每 3 年重置一次票面利率。

前 3 个计息年度的票面利率为初始基准利率加上初始利差。如果发行人不行使赎回权，则从第 4 个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点，在第 4 个计算年度至 6 个计算年度内保持不变。此后每 3 年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上 300 个基点确定。

除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，发行人可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成发行人未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。付息日前 12 个月内，发生以下事件的，发行人不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息：（1）向股东分红（含上缴国有收益）；（2）减少注册资本。发行人有递

延支付利息的情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，不得从事下列行为：（1）向股东分红（含上缴国有收益）；（2）减少注册资本。

募集资金用途

本期票据发行金额为 15 亿元，募集资金将用于“义乌江水环境综合治理工程”项目建设。

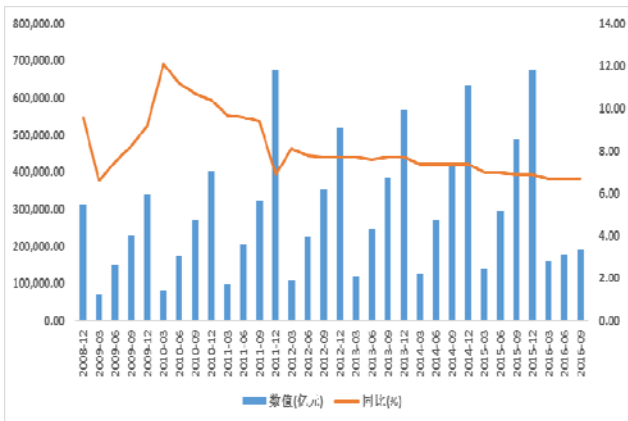
“义乌江水环境综合治理工程”项目工程总占地面积 32.66 公顷，其中永久占地 12.09 公顷，临时占地 20.57 公顷；义乌江综合治理（白沙湖段）工程，河道中心线长度 2,235.6 米，两岸实际治理长度 4,624.03 米，白沙湖工程占地面积 817,406.98 平方米，义乌市城市内河水系激活工程规划规模 25 万立方米/天，排水管道 171 公里，污水处理厂扩建工程占地面积约 181.3 亩。该项目总投资 18.78 亿元，其中资本金 3.78 亿元，其余 15 亿元建设资金由本次中票募集资金补充。项目建设工期为 24 个月，计划于 2018 年 12 月完工。

截至 2016 年 9 月末，“义乌江水环境综合治理工程”项目累计投资 1.6 亿元，其中义亭污水厂扩建工程已开工建设，基坑开挖中；稠江污水厂扩建工程已完成工可文本初稿；江东污水厂扩建工程已完成工可文本评审；白沙湖工程规审会审查未通过，现进行方案调整编制中；义乌江综合治理（白沙湖段）工程人大审查完成，意见未下达；义乌市内河水系激活工程中的白沙生态水厂完成可研报告初稿编制，白岸头至建设水库生态配水管道工程完成初步设计报批；义乌市排水管已铺设 80 公里。

宏观经济和政策环境

受世界经济复苏疲弱、我国增长周期调整、房地产市场降温、产能过剩依然严重、金融市场波动加剧等多重因素影响，中国经济增长延续趋缓态势，但在积极的财政政策等作用下，经济总体呈现短期底部企稳迹象；前三季度实现国内生产总值 53 万亿元，同比增长 6.7%，与上半年持平。未来，虽然经济下行压力依然较大，但随着“十三五”规划逐步落实、供给侧结构性改革实质性推动等，一系列稳增长、促改革措施持续发力，中国经济或将持续筑底，预计 2016 年全年经济增长 6.7% 左右。

图 1：中国 GDP 及其增长



资料来源：国家统计局

从需求来看，需求结构呈现投资增长有所放缓、消费相对稳定、外贸持续低迷的特点，基建投资依然是稳定增长的关键力量。2016年1-9月份全国固定资产投资增长8.2%；其中，基础设施投资增速略有回落，但仍保持19.4%的高位增长；而在销售增长趋缓的带动下，房地产开发投资增长略有趋缓；制造业投资增长有所改善，增速比上月略有回升；与此同时，受投资回报率低、投资门槛相对较高等多种因素影响，民间投资增长比上半年虽有改善，但依旧处于低迷态势。消费增长相对平稳，季度内呈现稳中趋升态势，总体上与消费结构升级相关的消费持续保持较快增长。随着美国等主要贸易伙伴经济复苏有所改善、大宗商品价格低位反弹以及基数效应等，对外贸易下滑幅度持续收窄；前三季度，我国货物贸易进出口总值17.53万亿元人民币，比去年同期下降1.9%；贸易顺差2.59万亿元。从产业发展来看，工业生产呈现缓中趋稳迹象，企业利润增长虽有所放缓，但营业收入持续改善；从先行指标来看，5月以来PMI指数呈现连续下滑态势，8月重回景气线之上，9月回升至51.2%。产业内部加速调整，传统行业与新兴行业分化态势延续，服务业持续保持快于工业的增速发展，新业态发展势头良好，产业结构持续优化。CPI重回“1”时代，与PPI剪刀差缩小。随着鲜菜等食品价格涨幅高位回落，消费者价格指数呈现温和上涨态势；受大宗商品价格短期反弹、去产能有所进展等影响，工业领域产品价格下降幅度持续收窄；考虑到房地产行业和一些上游行业的产能过剩情况依旧

比较严重，未来PPI价格改善的空间有限。

货币政策方面，央行继续通过公开市场操作，搭配SLF、MLF等工具来维持资金面稳定，为经济结构调整与转型升级营造中性适度宽松的货币金融环境。8月以来，央行相继重启了14天、28天期逆回购，通过增加相对更长期的资金投放拉高资金的平均成本；与此同时，加强对表外业务风险管理，旨在引导金融机构逐步去杠杆，促使资金更好的服务于实体经济。从社会融资规模来看，前三季度社会融资规模增量为13.47万亿元，比去年同期多1.46万亿元。其中，对实体经济发放的人民币贷款、委托贷款、信托贷款、企业债券、非金融企业股票境内融资均有所增加；而外币贷款折合人民币以及未贴现的银行承兑汇票延续减少趋势。随着企业存款活期化，M1与M2增速的剪刀差进一步扩大。今年以来，人民币短期波动有所加剧。年初，由于美元加息、年底购汇需求变化、监管政策等因素影响，人民币汇率走势跌宕起伏，外汇占款流出加剧；随着监管层的有所作为以及美元阶段性见顶，人民币汇率走势逐步企稳，二、三季度，受美联储加息预期变化、英国“脱欧”事件等因素影响，人民币贬值压力加大，双向波动有所增强。综合考虑汇率波动、资本外流压力、通胀水平、经济增长以及近期中央政治局经济工作会议精神，四季度将延续稳健的货币政策，央行将持续通过公开市场操作、中期借贷便利和新型再融资工具等多种手段合理调节银行体系流动性。此外，随着利率市场化进程推进，人民币汇率双向波动机制将进一步健全。

积极的财政政策持续，财政收入和支出增长均有所放缓，收支压力持续凸显。前三季度，全国一般公共预算财政收入增长5.9%，全国一般公共预算支出增长12.5%，均比去年全年和去年同期均有所下降；财政支出增长持续高于财政收入增长，收支压力进一步凸显。随着宏观经济下行压力持续存在以及财政赤字目标提升，预计财政政策将更加积极。首先，财政支出结构进一步优化，实现兼顾短期需求托底与长期供给改善的目标。一方面，要加快过剩产能的出清；另一方面，要增加供给相对不足领域的支持力度。其次，加大结构性减税力度，

降低税费。最后，发挥财政资金效应，引导社会资金更多投向实体经济和基础设施建设薄弱领域。

未来，财政金融风险、资产泡沫以及产能过剩等问题仍然会对宏观经济、金融稳定带来一定的压力。中诚信国际认为：中央管理层的经济治理在保持经济增长底线的同时，将更注重风险的防控。10月28日，中共中央政治局会议指出，要坚持稳健的货币政策，在保持流动性合理充裕的同时，注重抑制资产泡沫和防范经济金融风险。

中诚信国际认为：围绕缩小收入差距和要素价格“两大核心”改革，国有企业改革、土地制度改革、财税金融体制改革、政府职能转变、资本市场等重点领域的改革工作都将不断推动；阻碍市场发挥作用的壁垒将进一步打破，垄断行业、特许经营、对外投资等领域的改革将加快推进，市场机制将会进一步发挥作用。围绕全面深化改革、促进创新发展将释放新的动力和活力，一方面，通过有效的市场竞争，提高资源配置效率，实现优胜劣汰和产业重组，提升产能过剩行业集中度；另一方面，积极推进科技创新，增强核心竞争力，从而加快推进新旧动能转换。与此同时，通过有效措施，增加劳动力市场灵活性、抑制资产泡沫和降低宏观税负。此外，用重大改革举措落地增强发展信心，特别要坚持基本经济制度，鼓励民间投资，改善企业微观环境，创造各类企业平等竞争、健康发展的市场环境。

中诚信国际认为，改革的不断深入有利于实现社会资源的合理配置，协调稳增长、防风险与调结构之间的关系，使得社会经济进入新的平衡期。

行业及区域经济环境

义乌市经济概况

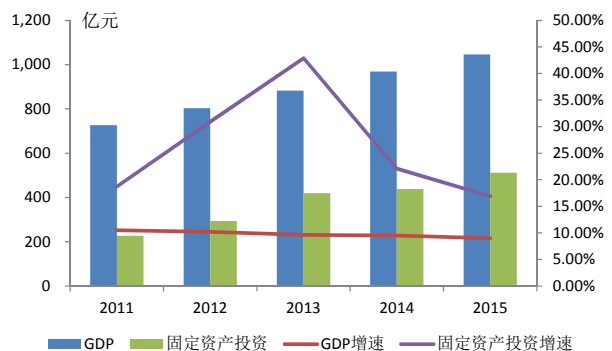
义乌市位于浙江省中部，地属金华市，处于金衢盆地东部。义乌市东邻东阳市，南界永康市、武义县，西连金东区、兰溪市，北接浦江县和绍兴的诸暨市，距省会杭州 108 公里，全市总面积 1,105 平方公里，现辖 7 个街道办事处、6 个建制镇。截至 2015 年末，义乌市户籍人口 77.16 万人。近年来，义乌市外来人口达到 143.3 万人，常驻外商 1.3 万人。

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。

近年来，义乌市地区经济获得较快发展，2011~2015 年，地区生产总值由 726 亿元增至 1,046 亿元，但增速略有放缓，2015 年增速由 2014 年的 9.5% 降至 9.0%。2015 年，义乌市第一产业增加值 21.4 亿元，增长 0.5%；第二产业增加值 377.1 亿元，增长 5.7%；第三产业增加值 647.5 亿元，增长 11.6%。2015 年，义乌市按户籍人口计算人均生产总值达到 136,002 元，增长 6.7%，按常住人口计算人均生产总值达到 83,351 元。三次产业结构由 2014 年的 2.3:39.4:58.3 调整为 2015 年的 2.0:36.1:61.9，第三产业比重较 2014 年提高 3.6 个百分点。

随着城镇化和工业化的推进，近年来义乌市固定资产投资力度较大，增长速度较快。2011~2015 年，义乌市固定资产投资由 227.1 亿元增至 512.2 亿元。2015 年，在固定资产投资中，第一产业完成投资 3.0 亿元，增长 30.2%；第二产业完成投资 139.7 亿元，增长 3.1%，其中工业性投资 125.0 亿元，增长 1.2%；第三产业完成投资 369.5 亿元，增长 23.0%。2015 年义乌市固定资产投资增速达到 16.9%。

图 2：2011~2015 年义乌市 GDP 和固定资产投资



资料来源：义乌市统计公报

义乌市财政实力

财政实力方面，随着经济的快速发展，义乌市

财政实力也有所提高。2013~2015 年，义乌市地方公共财政预算收入由 63.31 亿元增至 79.25 亿元。公共财政预算收入的较快增长提高了地方政府的财政实力。

基金预算收入方面，2013~2015 年，义乌市政府性基金预算收入分别为 37.78 亿元、61.97 亿元和 31.17 亿元，波动较大，主要受土地出让收入波动的影响，同期国有土地出让净收入分别为 29.31 亿元、47.73 亿元和 22.92 亿元。在国家房地产调控政策的影响下，未来土地市场的发展变化仍将给义乌市政府性基金预算收入带来不确定性。

表 1：2013~2015 年义乌市财政收入情况（亿元）

项目名称	2013	2014	2015
公共财政预算收入	63.31	69.68	79.25
政府性基金预算收入	37.78	61.97	31.17
其中：国有土地出让净收入	29.31	47.73	22.92
转移性收入	5.05	-	-
财政专户（非税）收入	19.10	16.92	8.88
财政收入合计	125.24	-	-

注：转移性收入主要是省财政专项补助资金。

资料来源：中诚信国际整理

随着经济的快速发展，义乌市财政支出规模也不断扩大。2013~2015 年，义乌市公共财政预算支出分别为 61.65 亿元、72.23 亿元和 96.52 亿元。基金预算支出与收入变动趋势保持一致，2013~2015 年分别为 78.10 亿元、69.21 亿元和 43.85 亿元。同期，义乌市财政平衡率（公共财政预算收入/公共财政预算支出）分别为 102.69%、96.47%和 82.11%，公共财政平衡能力良好。

表 2：2013~2015 年义乌市财政支出情况（亿元）

项目名称	2013	2014	2015
公共财政预算支出	61.65	72.23	96.52
政府性基金预算支出	78.10	69.21	43.85
财政专户（非税）支出	16.19	28.10	12.35
财政支出合计	155.94	169.54	152.72

资料来源：中诚信国际整理

总体上看，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。义乌市公共财政预算收入不断增长，整体财政收支平衡性较好，对于义乌市的投资发展起到较好的支撑作用。但中诚信国际同时关注到，受土地市场影响，义乌市基金预算收入波动较大，未来存在一定不确定性。

政府支持及抗风险能力

公司作为义乌市最为重要的国有资产运营主体，在资产划拨、财政补助等各方面得到义乌市政府大力支持。义乌市政府每年均以资产划拨、财政拨款等形式向公司及其所属子公司注资并增加资本公积，2013~2015 年，公司资本公积¹分别净增 12.94 亿元、70.70 亿元和 3.88 亿元。此外，义乌市政府每年均给予公司城乡一体化补贴、油价补贴、项目贴息等各种政府补助，2013~2015 年，公司收到的政府补助分别为 4.39 亿元、3.08 亿元和 4.73 亿元。

从公司资产质量来看，公司下属市场集团负责义乌市大部分重要交易市场的经营，其中义乌中国小商品城为世界知名品牌市场，公司下属恒风集团、水务集团分别负责义乌市公交运输和水务经营，具有一定垄断优势。

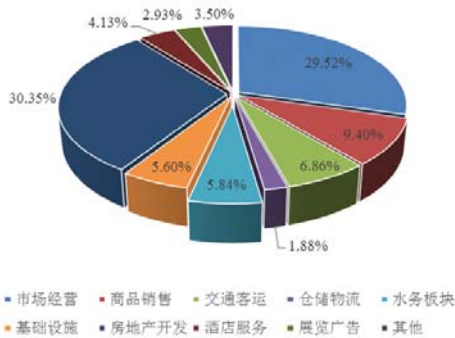
总体来看，义乌市政府不断以资金补贴和资产注入等方式来支持公司的发展。鉴于公司在城市基础设施建设和公用事业方面履行的重要职能，预计公司还将在未来较长时间内继续得到政府在资金和政策上的支持。在政府支持和自身优良资产的支撑下，公司具有很强的抗风险能力。

业务运营

公司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、旅游、房屋租赁、担保、电影公司、物业管理、咨询服务、废旧物资销售等业务，但在营业收入中占比较小。2015 年，公司实现主营业务收入 80.50 亿元，其中市场经营收入 23.76 亿元，占主营业务收入比重 29.52%；房地产开发收入 24.44 亿元，占主营业务收入比重 30.35%；商品销售收入 7.57 亿元，占主营业务收入比重为 9.40%。2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 74.48 亿元。

¹中诚信国际将各年度财务报表其他综合收益调入资本公积科目。

图 3：2015 年公司主营业务收入构成



资料来源：公司提供

市场经营业务

公司的市场开发经营业务主要由全资子公司市场集团及市场集团控股的浙江中国小商品城集团股份有限公司（市场集团持股 55.82%，以下简称“商城集团”）负责运营。市场经营是公司最核心的业务板块，主要包括各类市场的开发和经营。2013 年~2016 年 9 月，公司市场经营板块形成的营业收入分别为 24.90 亿元、23.49 亿元、23.76 亿元和 19.77 亿元。

市场集团是公司市场经营板块的主要承载实体，其中市场集团控股的上市公司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。

商城集团以独家经营开发、管理、服务义乌中国小商品城为主业。义乌中国小商品城由国际商贸城、篁园市场和宾王市场组成，市场经营商品有 16 个大类、4,200 多个种类、3 万多个细类、170 万个单品。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，由地上 8 层和地下层组成。宾王市场原主营服装、针织内衣、皮革、纺织品、床上用品、衬衫等商品，为配合市场行业布局规划调整，已分别搬迁至篁园及五区市场；现宾王市场的文化市场区域部分经营出版物和数码产品，其余区域公司未来计划将其改建为城市商业综合体。

表 3：截至 2016 年 9 月末商城集团主要商贸市场出租情况（平方米）

市场名称	可出租面积	已出租面积
宾王市场	14,747.57	8,641.32
篁园市场	83,229.50	79,830.80
国际商贸城一区	103,973.61	103,524.36
国际商贸城一区东扩	30,676.15	28,912.73
国际商贸城二区	161,215.00	159,380.30
国际商贸城三区	145,002.40	141,319.45
国际商贸城四区	275,344.39	216,596.28
国际商贸城五区	134,366.00	109,394.06
国际商贸城五区进口馆	39,692.00	39,251.70
生产资料市场	261,507.00	182,922.30
总计	1,249,753.62	1,069,773.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：截至 2016 年 9 月末商城集团商贸市场资产概况

市场名称	定向安排	商位数（个）			商位租金（元/平方米/年）			
		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
宾王市场	0.00	161	0.00	0.00	0.00	676.39	0.00	0.00
篁园市场	4,252.5	654	87.5	0.00	2,130.23	712.00	4,819.32	0.00
国际商贸城一区	5,313.5	610	1,914.5	0.00	2,803.00	2,098.00	3,989.02	0.00
国际商贸城一区东扩	1,590.5	15	0.00	0.00	0.00	3,101.83	2,654.47	0.00

国际商贸城二区	6,236	1,239	2,128	0.00	2,135.00	1,041.00	2,128.00	0.00
国际商贸城三区	4,102.5	1,152	1,478.5	19	1,705.17	1,332.90	2,853.66	1,140.78
国际商贸城四区	10,754.5	1,563	2,931	84	2,725.00	3,111.00	5,584.00	2,534.00
国际商贸城五区	1,352	3,935.5	0.00	222	2,710.95	1,158.81	0.00	3,688.79
国际商贸城进口馆	0.00	398	0.00	0.00	0.00	694.91	0.00	0.00
生产资料市场	0.00	2,819	0.00	0.00	0.00	212.00	0.00	0.00
总计	33,601.5	12,546.5	8,539.5	325	14,209.35	14,138.84	22,028.47	7,363.57

资料来源：公司提供

商城集团的商位出租主要分为定向安排、定向招商和招投标三种模式，针对的商户和收取的商位费均不相同。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而安排，合同期一般为5年，其商位使用费以政府指导价（计划价）为准，价格远低于市场价格；定向招商针对名、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；招投标类针对的商户没有特别要求，合同期一般为2年或5年（3+2）。

从公司市场开发经营业务的定位来看，市场集团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。

总体来看，公司承担了服务义乌市本地商品流通的职责，同时拥有义乌中国小商品城等世界知名品牌市场，市场开发经营业务具有很强的竞争力。

商品销售业务

公司的商品外贸业务主要由商城集团下属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”）以及恒风集团下属义乌恒风进出口有限公司（以下简称“恒风进出口公司”）负责运营。

公司商品外贸业务以代理出口为主，主要盈利模式为：每单业务以实际报关出口创汇额（美元）为基础，按0.08元/美元~0.15元/美元标准收取出口代理费用。外贸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方才发货，且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。

商城贸易公司是义乌市较早创办的专业外贸

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100多个国家及地区，主要销售商品为日用品、服装、纺织品等，主要出口国包括巴西、泰国、德国等。恒风进出口公司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。受宏观经济因素影响，商城贸易公司外贸收入持续下降。

表5：2013年~2016年9月商城贸易公司外贸业务主要贸易产品销售收入（万元）

贸易产品	2013	2014	2015	2016.1~9
服装	13,074.03	5,490.63	5,158.41	5,318.63
工艺品	175.96	49.38	-	264.43
纺织品	12,642.07	18,262.43	16,078.72	13,908.74
日用品	57,480.17	43,369.59	28,240.99	17,585.06
玩具	180.11	297.25	254.76	290.36
其它商品	1,297.04	100.63	148.43	48.99
合计	84,849.38	67,569.91	49,881.31	37,416.21

注：此处为业务部门统计数据，与财务审计数据略有差异。

资料来源：公司提供

恒风进出口公司成立于2004年，注册资金200万元，主要经营货物进出口。经过多年发展，截至2015年末，恒风进出口公司的外贸规模在义乌市稳居第三位，并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。

受中东、欧美等海外市场不景气和人民币升值影响，恒风进出口公司2013年以来销售额有所下降。

表6：2013年~2016年9月恒风进出口公司外贸业务主要贸易产品销售收入（万元）

贸易产品	2013	2014	2015	2016.1~9
针纺织品	13,875.01	7,052.00	5,279.71	3,631.76

日用品	12,447.03	5,738.00	4,333.89	5,474.12
服装	3,653.69	5,611.00	6,816.96	5,089.19
办公用品	1,687.25	687.00	166.26	15.67
五金电器	1,965.65	1,840.00	1,556.81	1,869.47
其它	891.17	338.00	1,143.59	0.00
合计	34,519.80	21,266.00	19,297.22	16,080.21

资料来源：公司提供

总体来看，公司依托义乌中国小商品城开展外贸业务，具有得天独厚的条件。但外贸代理业务利润较薄，且易受国际经济和政治形势影响。

房地产开发业务

公司的房地产开发业务主要由商城集团下属义乌中国小商品城房地产开发有限公司（以下简称“商城房地产公司”或“商城房产”）和社投集团负责运营。其中商城房地产公司主要经营商业地产开发，社投集团主要经营由义乌市政府主导的城乡集聚建设项目。2013~2015 年和 2016 年 1~9 月，公司房地产板块业务收入分别为 6.39 亿元、7.68 亿元、24.44 亿元和 32.18 亿元，2015 年商城房地产公司房产销售情况良好，在 2015 年及 2016 年 1~9 月陆续确认收入，导致公司房地产板块业务收入大幅增加。

商城房地产公司成立于 2001 年 1 月，注册资本 5 亿元人民币，拥有国家房地产开发一级资质。商城房地产公司以住宅项目为主，商业配套用房为辅。自成立以来，商城房地产公司在义乌市开发了锦绣家园、嘉鸿华庭、名仕家园、金桥人家、荷塘雅居、嘉和广场、荷塘月色等代表性项目，在南昌、杭州也相继开发建设了世纪村、凤凰印象、东城印象、钱塘印象等多个项目，累计开发面积超过 300 万平方米。

2013~2015 年，商城房地产公司房地产业务收入分别为 0.43 亿元、3.43 亿元和 14.52 亿元。2013 年销售收入主要来自于东城印象项目和商城世纪村车位销售；2014 年，荷塘月色项目销售收入大幅增加，带动公司房地产收入增长；2015 年，钱塘印象、凤凰印象项目实现销售，带动房地产业务收入大增加。

商城房地产公司在建的房地产项目规模较大，主要包括钱塘印象、浦江绿谷等，截至 2016 年 9 月末，东城印象、荷塘月色和凤凰印象三个项目已交付，公司主要在建房地产项目总投资 65.41 亿元，可售面积 55.36 万平方米，预计在建项目将在 5 年内全部开发完成。

除商城房地产公司外，恒风集团下属义乌市神州置业股份有限公司（以下简称“神州置业”）也经营部分商业地产项目。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力园等项目，截至 2016 年 9 月末，神州置业在建房地产项目主要为安徽印象徽州项目，总建筑面积 19 万平方米，总投资 8.10 亿元，截至 2016 年 9 月末，该项目已投入资金 6.35 亿元。

此外，义乌经济技术开发区开发有限公司（以下简称“义乌经开公司”）成立于 1993 年，注册资本 100,000 万元人民币，经营范围为经济开发区内的工业园区开发，义乌经开公司的总部经济 A 组团项目总投资为 17.00 亿元，截至 2016 年 9 月末，该项目主体结项，可售面积 23.33 万平方米，已投资金额 12.95 亿元。义乌经开公司下属义乌市锦都房地产开发有限公司（以下简称“锦都房产”）拥有国家房地产开发四级资质，目前已累计开发房地产超过 19 余万平方米，开发的房产项目主要分布在浙江义乌、江西南昌和浙江杭州等地，已开发完成的房地产项目主要有锦都·滨江名流、锦都·山水世家、锦都·盛世家园、锦都·春江月园等。目前正在开发锦都房产 H 地块项目，总投资 4,250 万元，截至 2016 年 9 月末已投资金额为 1,250 万元。

城投集团下属义乌市中福置业有限公司（以下简称“中福置业”），拥有国家房地产开发暂定三级资质，目前正在开发福田银座 AB 座、中福广场项目，项目总投资 40.64 亿元，可售面积 53.80 万平方米，截至 2016 年 9 月末，已投资金额 20.05 亿元。

社投集团成立于 2013 年 12 月，注册资本 5 亿元，是义乌市社区建设办根据《义乌市城乡新社区集聚建设实施办法（试行）》精神，在原义乌市建设公务管理有限公司基础上组建。社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。城

乡集聚建设项目是义乌市为推动农村向社区转变、农民向市民转变而开展的房地产项目，包括高层公寓、产业用房、商业用房、商务楼宇等多种类型。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。社投

集团通过集聚建设对象支付的置换款及政府给予的项目补贴收回前期投入资金。目前社投集团的大部分城乡集聚建设项目均处于建设阶段，主要在建项目包括工业园集聚区、佛堂集聚区、稠江集聚区等，截至2016年9月末总投资85.53亿元，已实现投资50.90亿元。

表7：截至2016年9月末公司主要在建项目情况（万元、万平方米）

项目开发主体	项目名称	类型	开发时间	项目总投资	已投资金额	资金来源	可售面积	销售进度
商城房产	钱塘印象	住宅	2011.09	348,327	310,275	自筹	8.96	在售
商城房产	浦江绿谷	住宅、商业	2014.01	305,784	174,188	自筹	46.4	在售
合计	-	-	-	654,111	484,463	-	55.36	-
神州置业	印象徽州	住宅、商业	2003.11	81,000	63,538	自筹	9.26	开盘
合计	-	-	-	81,000	63,538	-	9.26	-
义乌经开公司	义乌经济开发区A组团	商务办公	2011.12	170,000	129,500	自筹	23.33	主体结项
合计	-	-	-	170,000	129,500	-	23.33	-
锦都房产	锦都房产H地块	房产开发	2016.04	4,250	1,250	自筹	-	未开盘
合计	-	-	-	4,250	1,250	-	-	-
中福置业	中福广场	写字楼	2014.09	320,000	160,581	自筹	43.85	未开盘
中福置业	福田银座A.B座	写字楼	2013.09	86,389	39,926	自筹	9.95	预售
合计	-	-	-	406,389	200,507	-	53.80	-
社投集团	义乌工业园区安置项目	商住	2013.01	178,000	102,411	自筹	36.87	未开盘
社投集团	城西（香溪一期）	商住	2014.05	94,500	81,098	自筹	21.13	未开盘
社投集团	上溪（上楼宅）	商住	2014.06	33,000	10,349	自筹	4.2	未开盘
社投集团	廿三里（六中）	商住	2014.05	178,500	117,209	自筹	42.66	未开盘
社投集团	北苑（王前山）	商住	2014.09	112,000	93,735	自筹	25.87	未开盘
社投集团	义乌后宅街道第一集聚区A地块工程	商住	2014.12	39,000	9,444	自筹	8.32	未开盘
社投集团	新社区集聚产业用房稠江前	工业	2014.08	47,900	29,223	自筹	21.2	未开盘

仓二地块工程								
社投集团	新社区集聚产业用房福田街道下余新村工程	商服	2014.08	96,000	26,886	自筹	14.2	未开盘
社投集团	义乌市新社区集聚产业用房上溪镇A区块工程	工业	2014.09	5,500	3,527	自筹	2.7	未开盘
社投集团	新社区产业用房佛堂镇盘塘双峰路南侧A地块工程	工业	2014.09	17,400	12,431	自筹	10.25	未开盘
社投集团	新社区产业用房佛堂镇盘塘双峰路南侧D地块工程	工业	2015.06	12,500	3,715	自筹	6.59	未开盘
社投集团	新社区产业用房城西香溪地块(一期)工程	工业	2014.12	10,000	5,909	自筹	3.16	未开盘
社投集团	新社区产业用房廿三里街道钱塘山背地块工程	工业	2014.12	31,000	13,092	自筹	13.25	未开盘
合计	-	-	-	855,300	509,029	-	210.40	-

资料来源：公司提供

总体来看，随着房地产项目的推进，公司房地产收入大幅增长。但中诚信国际同时关注到房地产开发业务易受政策影响，且房地产市场风险正逐步显现，公司的房地产业务未来也将面临一定市场风险。此外，社投集团在建项目投资规模较大，公司面临一定投资压力。

交通运输业务

公司的交通运输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”，恒风集团持有恒风交运 51.00%的股份，公司本部持有恒风交运 10.81%的股份）负责运

营。恒风交运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。2013~2015年和2016年1~9月，公司交通客运板块形成的营业收入分别为7.01亿元、6.85亿元、5.52亿元和3.32亿元。

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2016年9月末，恒风交运拥有城区客运班线及城乡客运班线共161条，线路总长度2,407公里，总车辆数1,144辆。2015年公司公交业务客运量17,024万人次，获得政府补贴2.33亿元。2015年及2016年1~9月，公司城乡公交业务分别产生收入1.67亿元和1.05亿元。

表 8：2013~2016 年 9 月末公司城乡公交业务经营状况

业务指标	2013	2014	2015	2016.1~9
车辆数(辆)	986	1,064	1,150	1,144
公交线路(条)	132	139	158	161
线路长度(公里)	2,872	1,390	2,327	2,407
客运量(万人次)	15,880	17,705	17,024	11,206
行驶里程(万公里)	5,565	6,320	6,647	5,111.86
政府补贴(万元)	18,519	12,637	23,281	11,300
车辆购置支出(万元)	9,580	3,283	4,032	11,337*

注：*支出总额为合同价。

资料来源：公司提供

公司出租客运业务由恒风交运下属汽车租赁分公司负责运营。截至2016年9月末，汽车租赁分公司及义乌市联运有限公司拥有营运出租车317辆，在义乌市出租车市场份额中约占20%左右，具有较高的行业地位。2013~2015年和2016年1~9月，出租客运业务分别产生收入0.40亿元、0.31亿元、0.41亿元和0.26亿元。

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18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2016年9月末，长途客运公司共有营运线路147条，营运车辆215辆；其中责

任制考核线路128条，责任制考核车辆146辆。2013~2015年和2016年1~9月公司长途客运分别实现收入3.28亿元、3.19亿元、2.61亿元和1.35亿元。因2012年12月开始的交通运输行业营改增工作，长运业务从营业税改征增值税，公司将原承包责任制经营的票款收入也纳入核算范围，营业收入大幅增加。

公司客运场站经营业务主要由恒风交运负责运营，截至2016年9月末，公司拥有6个正在运营的公交客运站，分别为国际商贸城长途客运中心、南方客运站、机场客运站、站前站、佛堂客运站和江东客运站，其中国际商贸城长途客运中心于2014年初竣工，目前已投入运营。截至2016年9月末，6个客运站共有营运线路306条，营运车辆730量。公司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。2015年及2016年1~9月，公司客运场站客运周转量分别为84,990.76万人/公里和50,442.41万人/公里。2013~2015年和2016年1~9月，客运场站经营业务分别产生收入0.68亿元、0.58亿元、0.54亿元和0.31亿元。

公司其他交通运输业务主要包括汽车检修、二手车交易等，主要由义乌市恒风汽车综合性能检测有限公司和义乌市恒风二手车市场开发有限公司负责经营。2013~2015年和2016年1~9月，公司其他交通运输业务分别产生收入0.72亿元、0.97亿元、0.29亿元和0.34亿元。

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，城乡公交业务得到义乌市政府重点支持，补贴力度较大。但中诚信国际也关注到，公交客运业务盈利能力较低，对公司利润贡献有限。

水务业务

公司的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，组建成集原水供应、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。

原水供应方面，水务集团建有义乌市八都水库

和义乌市横锦水库引水工程、义乌市枫坑水库至义南水厂引水工程、义乌市巧溪水库至苏溪水厂引水工程。原水水源地为东阳市横锦水库、义乌市八都水库、义乌市巧溪水库及义乌市枫坑水库。其中横锦水库和八都水库主要负责向义乌市城区供应原水，年可供水量达 1.2 亿立方米。

自来水供应方面，水务集团拥有义驾山、城北、上溪、苏溪、义南、卫星、强胜等 7 个供水厂，总供水能力 48 万吨/日，供水范围涵盖义乌市城区及上溪、苏溪、赤岸等乡镇。2015 年实现供水量 11,747 万吨，售水量 10,158 万吨。2016 年 1~9 月实现供水量 9,226 万吨，售水量 7,974.04 万吨。

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，目前拥有九个污水处理厂，设计日处理能力合计 44.50 万吨，日均污水处理量达 44.50 万吨。为提高污水处理能力，公司新建有赤岸污水处理厂，日处理能力达 1 万吨，主要负责赤岸镇区、工业区及干管覆盖到的部分农村区域。同时，公司计划对部分水厂进行扩容扩建，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，总投资预计 7.9 亿元，完成后公司日均污水处理能力提升至 12.5 万吨。

2013~2015 年和 2016 年 1~9 月，公司水务板块分别实现收入 4.23 亿元、4.77 亿元、4.70 亿元和 3.78 亿元。

总体来看，公司水务业务涵盖原水供应、自来水供应和污水处理，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。

仓储物流业务

公司的仓储物流业务主要由陆港集团负责运营，主要经营资产为江东货运市场、江北下朱货运市场、大陈联托运市场、义乌内陆口岸场站项目和义乌国际物流中心等。

江东货运场、江北下朱货运场、大陈联托运市场聚集了 300 多家从事国内物流业务的企业，物流网络方便、快捷、安全、价廉，覆盖全国，是浙江省四大物流主枢纽之一。

为解决义乌国际物流基础设施不足的问题，公司投资建设了依托义乌港港口运输的义乌内陆口岸场站项目，该项目分二期建设。

义乌内陆口岸场站一期项目（以下简称“内陆口岸一期项目”）总投资 14.50 亿元，于 2011 年 10 月开始运营。该项目占地 394 亩，主要建成海关、商检办事大厅，综合写字楼及外贸仓库，可同时满足 494 辆集卡车的装箱作业，设计年集装箱出口量 50 万标箱。目前内陆口岸一期项目已集聚外贸企业、国际物流企业 260 余家，包括中国海运、美国总统、法国达飞、日本邮船、香港东方海外等国际知名船务公司。

义乌内陆口岸场站二期项目（以下简称“内陆口岸二期项目”）工程占地 656 亩，总投资 16.83 亿元，将建设海关查验场地、三层仓库、查验罚没库和双层停车场等设施，并进驻海关、检验检疫等监管部门。其中，海关监管场和两层 416 个车位的施封等待停车场已于 2013 年 11 月建成投用。截至 2016 年 9 月末，义乌内陆口岸场站二期项目已完成投资 5.98 亿元。内陆口岸二期项目建成后，整个义乌内陆口岸将形成年设计货运量 114.4 万标准箱的运输能力，形成以义乌市自身为中心的贸易路线，使义乌港成为综合功能完备的内陆无水港。

义乌国际物流中心于 2003 年建成运营，占地面积为 23,800 平方米，拥有集装箱堆场 17,700 平方米，标准仓库 54,000 余平方米。目前义乌国际物流中心正进行保税仓库（B 型）改造。

2015 年义乌国际物流中心、内陆口岸项目共完成集装箱作业量 52.90 万标箱，完成施封量 53.20 万标箱。

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 151.16 万平米，总投资约 80.80 亿元。项目分二期进行，其中一期占地面积 99.89 亩，总建筑面积为 29.17 万平米，概算投资 12.80 亿元，拟建设商务楼、服务型公寓、综合楼、数据中心大楼等。截至 2016 年 9 月末，该项目已投资 8.29 亿元。

总体来看，公司建设运营的义乌内陆口岸场站

项目在义乌市经济发展中将发挥重要功能，未来随着内陆口岸场站项目的建设完善，公司的仓储物流收入将进一步提高。但中诚信国际同时关注到，内陆口岸二期项目尚在建设中，且义乌国际电子商务城项目投资规模较大，将给公司带来一定资金压力。

基础设施建设业务

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负责经营。公司 2013 年未产生基础设施建设收入；2014~2015 年及 2016 年 1~9 月公司实现基础设施建设收入分别为 4.55 亿元、4.51 亿元和 2.23 亿元。

城投集团是义乌市最大的市政基础设施施工建设主体，主要负责义乌市市政基础设施项目及部分义乌市重点商业设施项目的建设投资和管理工作。城投集团项目建设采取代建模式，直接由城投集团与义乌市政府签订委托开发协议，每年根据财政局出具的回购确认函确认回购项目及建设成本，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，义乌市政府根据此拨付资金。目前，城投集团主要在建项目包括义乌环城西路（雪峰路-西站大道）改造工程、金融商务区块（地下空间）市政设施工程等重点工程，总投资合计 161.34 亿元，截至 2016 年 9 月末，已投资金额 55.17 亿元。

交投集团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，具体经营模式有 BT、PPP。目前交投集团主要在建项目为疏港高速、义武公路等项目，总投资合计 170.32 亿元，截至 2016 年 9 月末，已投资金额 43.07 亿元。

陆港集团负责国际物流园区、国内物流园区、保税物流园区、铁路口岸、国际航空港及国际电商小镇等产业项目，及陆港新区基础设施配套工程（道路、综合管线、园林绿化）的投资与建设，公司建设资金主要来源为银行贷款和企业拆借。目前陆港集团主要在建项目为义乌市飞行区改造工程、集聚区富港大道等项目，总投资合计 189.76 亿元，截至 2016 年 9 月末，已投资金额 47.62 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，中诚信国际关注到，义乌市近年来大力推动城镇化建设，城投集团在建和拟建项目较多，投资规模较大，将给公司带来一定投资压力。

管 理

产权结构

义乌市国有资产监督管理委员会是公司的唯一股东，持有公司 100% 的股权。截至 2016 年 9 月末，公司拥有一级子公司 19 家。

法人治理结构

公司按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构。公司是国有独资公司，不设股东会，由义乌市国有资产监督管理局履行出资人权利。

公司建立以董事会为最高决策机构、经营层为执行机构的经营管理架构，实行公司董事会领导下的总经理负责制。

公司董事会由 5 人组成，其中职工董事 1 人由职工大会选举产生，其他董事由出资人委派，董事每届任期三年，任期届满可连任。公司董事会设董事长 1 名、副董事长若干名，由出资人在董事中指定或罢免。董事长为法定代表人。董事长、副董事长任期三年，任期届满可连任。公司董事会行使职权包括：召集和主持公司董事会会议；检查公司董事会会议决议的实施情况，并向公司董事会提出报告；签署以公司董事会名义发出的决议、会议纪要及其他重要文件；提出对公司总经理、副总经理考核奖惩方案；对公司重要业务活动给予指导、监督、检查；公司董事会、公司章程授予的其他权利等。

公司设总经理 1 人、副总经理 2 人，必要时可以根据需要设立总经济师、总会计师。总经理由公司董事会按程序聘任或解聘。总经理对董事会负责并报告工作，组织实施董事会的决定，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。

公司设立监事会，由 5 人组成。监事由出资人委派或更换，但是监事会成员中的职工代表 2 人由公司职工大会选举产生或更换。监事任期每届为三年。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会行使的职权包括：检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者出资人决定的董事、高级管理人员提出罢免的建议；当董事和高级管理人员的行为损害公司的利益时，要求董事、高级管理人员予以纠正；法律、行政法规和公司章程规定的其他职权等。

管理水平

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。

子公司管理方面，公司规定公司董事会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。母公司不直接干预子公司的日常经营活动。财务上，子公司必须按月编制会计报表并及时报送母公司；母公司对子公司的经营、投资、筹资、费用开支等实行预算管理。

总体来看，公司建立制定了严格的内部控制、财务管理和投融资管理制度，对子公司的重要事项进行了有限管控，为公司的合规、有效率地经营奠定了基础。同时，公司业务范围较广，涵盖市场经

营、公交客运、仓储物流、外贸、房地产等多个行业，对下属子公司的管理与整合难度较大，这对公司的经营管控能力提出了挑战。

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。

公司将按照企业化、市场化、专业化的原则，运作资本，整合资源，盘活存量资金，对承担的政府投融资工作实行统一管理，构建起“借、用、还”一体化，更有利于区域建设发展、分工明确、互为依托的投融资工作体系，发挥国有资产的规模效应，充分利用金融市场筹集发展资金，拓宽融资渠道，扩大融资规模，为落实政府投资项目计划提供资金支持，不断增强核心竞争力，努力实现长期可持续发展。

公司将通过充分发挥“三大优势”——政策优势、市场优势、资本优势，在深化和提高核心竞争力的基础上，通过发展理念、产业结构、资产结构、人才结构调整，加快推进企业发展。坚持资本经营与产业经营并举，大力发展市场开发、公共服务等主要产业，重点培育优势产业，加快培养和形成产业集团的战略方针，以精细化管理为抓手，加快推进企业经营转型，强化市场掌控能力，提高公共服务水平，提升企业盈利能力，全面提升核心竞争力。

财务分析

以下的分析基于公司提供的经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2011~2013 年审计报告和经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的公司 2014 年和 2015 年审计报告，以及未

经审计的 2016 年三季度财务报表。公司各期财务报表均采用新会计准则编制，其中 2011~2013 年度财务报表为模拟合并财务报表，即假设 2011 年初下属子公司已全部纳入公司合并范围，并以各子公司 2011~2013 年的财务报表为基础，编制 2011~2013 年模拟合并财务报表。

资本结构

随着公司经营的积累，公司总资产呈逐年上升趋势，2013~2015 年末，总资产分别为 451.78 亿元、627.21 亿元和 794.53 亿元，年均复合增长率为 32.61%。

从资产结构来看，非流动资产是总资产的重要组成部分，2013~2015 年末，分别为 236.70 亿元、328.74 亿元和 401.48 亿元，占总资产比例分别为 52.39%、52.41% 和 50.53%。非流动资产主要包括固定资产、无形资产、在建工程和长期股权投资。2013~2015 年末，公司固定资产分别为 111.06 亿元、127.79 亿元和 153.17 亿元，呈上升趋势，主要系公司房屋建筑物、机器设备和运输工具等资产不断增加所致。无形资产主要由土地使用权、软件以及线路经营权等构成，2013~2015 年末，无形资产逐年上升，分别为 52.50 亿元、55.58 亿元和 59.67 亿元，无形资产的增长主要由于土地使用权的增长所致。公司在建工程快速增加，2013~2015 年末，公司在建工程分别为 13.60 亿元、57.17 亿元和 98.40 亿元。公司在建工程于 2014 年以来增速较快，主要系对海城市市场建设工程、37 省道义乌至诸暨复线工程、国际生产资料市场配套道路工程等项目的投入。2013~2015 年末，公司长期股权投资分别为 25.45 亿元、11.06 亿元和 17.27 亿元，2014 年，公司将部分长期股权投资资产调至可供出售金融资产，期末可供出售金融资产达到 16.68 亿元，长期股权投资下降至 11.06 亿元。截至 2016 年 9 月末，公司固定资产、无形资产、在建工程和长期股权投资分别为 155.80 亿元、64.04 亿元、116.82 亿元和 18.43 亿元，均继续保持增长态势。

2013~2015 年末，公司流动资产分别为 215.08 亿元、298.47 亿元和 393.05 亿元，呈上升趋势，主要包括存货和货币资金。2013~2015 年末，公司存

货快速增长，分别为 163.84 亿元、217.26 亿元和 259.57 亿元。公司存货主要由开发成本、库存商品和开发产品构成，以商城集团的房地产项目开发成本为主。2013~2015 年末，公司货币资金分别为 41.88 亿元、58.86 亿元和 72.96 亿元，截至 2015 年末，账面价值 3.07 亿元的货币资金使用受限，受限资金规模较小，充足的货币资金给公司运营提供了良好的保障。截至 2016 年 9 月末，公司总资产 880.07 亿元，较 2015 年末增加 85.54 亿元。其中，货币资金增加 38.48 亿元至 111.44 亿元，主要系公司进一步加大融资力度所致；随着公司项目建设的不断推进，公司存货、在建工程保持快速增长，分别增加 15.17 和 18.43 亿元，至 274.73 亿元和 116.82 亿元。

从负债结构成看，2013~2015 年末，公司总负债呈快速增长趋势，分别为 248.95 亿元、354.23 亿元和 498.31 亿元，年均复合增长率为 41.48%，高于总资产年均复合增长率。公司负债主要由流动负债构成，2013~2015 年末，流动负债分别为 179.56 亿元、255.60 亿元和 314.03 亿元，占总负债比例分别为 72.13%、72.16% 和 63.02%，占比有所下降。流动负债主要由预收款项、短期借款和其他应付款构成。2013~2015 年末，公司预收款项分别为 72.13 亿元、71.91 亿元和 123.32 亿元，2015 年该科目增长幅度较大，主要系商城集团预收的商位使用费和预收的购房款增加所致。2013~2015 年末，公司短期借款分别为 54.12 亿元、48.10 亿元和 49.39 亿元，近年来短期借款规模较为稳定。2013~2015 年末，公司其他应付款分别为 28.73 亿元、55.16 亿元和 75.53 亿元，增幅较大，主要包括保修金、保证金、暂借款和未结算工程款等。此外，公司应付短期融资券 16.98 亿元，计入交易性金融负债²。2016 年 9 月末，预收款项较 2015 年末大幅减少 26.74 亿元至 96.58 亿元，主要系商城集团钱塘印象、荷塘月色、凤凰印象及浦江绿谷项目收入确认及预收摊位费收入确认所致；同期，其他应付款增加 18.51 亿元至 94.04 亿元。

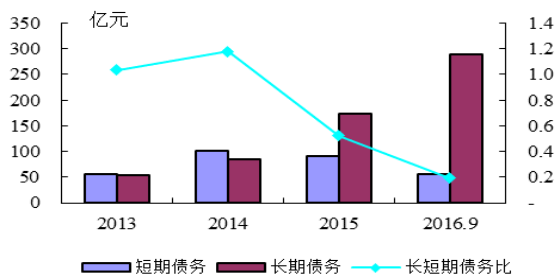
2013~2015 年末，公司非流动负债为 69.39 亿元、98.63 亿元和 184.28 亿元，占总负债比例分别

² 为准确反映公司实际债务情况，中诚信国际将合并口径各年度财务报表其他流动负债科目中的带息负债调入交易性金融负债科目。

为 27.87%、27.84%和 36.98%。公司非流动负债主要由长期借款³和应付债券构成。2013~2015 年末，公司长期借款分别为 28.57 亿元、56.67 亿元和 100.73 亿元，由于公司资金需求增加，近两年长期借款增加迅速。2013~2015 年末，公司应付债券分别为 24.91 亿元、28.94 亿元和 72.55 亿元，2015 年公司发行了 50 亿元中期票据以及下属子公司发行合计 13 亿元债券使得应付债券大幅增加。截至 2016 年 9 月末，公司总负债增加至 558.16 亿元，主要由于应付债券和长期应付款进一步增加推升公司负债规模；2016 年 9 月末，公司应付债券大幅增加 77.96 亿元至 150.51 亿元，主要系公司在 2016 年上半年发行了中期票据、短期融资券等债务融资工具。

从债务情况来看，2013 年以来，公司总债务总体呈上升趋势，由 108.72 亿元上升至 264.17 亿元。近年来，公司下属城投集团、社投集团和交投集团项目建设任务较重，商贸等业务流动资金需求也有增加，推动公司债务快速上升。从债务融资方式来看，公司以银行贷款为主，近年来也加大了直接融资力度，发行了中期票据、短期融资券和超短期融资券等债务融资工具。2015 年公司银行借款和应付债券均大幅增加，总债务增至 264.17 亿元。从债务结构来看，公司债务从以短期债务为主逐渐向以长期债务为主转变，2013~2015 年末及 2016 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.03 倍、1.18 倍、0.52 倍和 0.19 倍。

图 4：2013 年~2016 年 9 月末公司债务结构分析



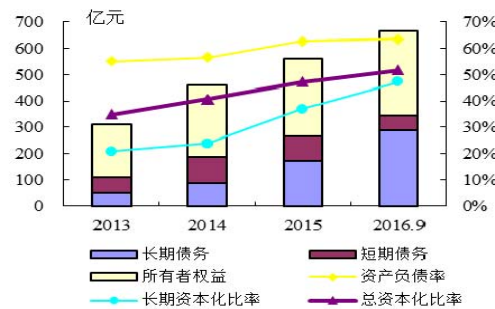
资料来源：中诚信国际根据公司财报整理

从所有者权益来看，2013~2015 年末，公司所

有者权益合计分别为 202.83 亿元、272.98 亿元和 296.22 亿元。2015 年，公司以资本公积 16.40 亿元转增资本，使得公司实收资本由 2013 年末的 0.40 亿元增加至 2015 年末的 16.80 亿元。截至 2015 年末，公司资本公积 196.67 亿元，较 2014 年末小幅增加，主要是交投集团、社投集团以及水务集团等子公司的资本公积增加所致。其中，交投集团资本公积增加主要系 03 省道改建工程转入 7.94 亿元，社投集团获得 2015 年续建项目财政补助款 2.51 亿元以及土地出让金返还 1.99 亿元等款项计入当期资本公积，水务集团获得项目工程款计入资本公积。截至 2016 年 9 月末，公司所有者权益合计 321.91 亿元，较 2015 年末增加 25.69 亿元，主要系 2016 年发行永续中票募得资金扣除发行费用计入资本公积导致其他权益工具增加 16.97 亿元。

2013 年~2016 年 9 月末，公司资产负债率持续上升，分别为 55.10%、56.48%、62.72%和 63.42%；同期，资本化比率分别为 34.90%、40.58%、47.14%和 51.65%。主要由于公司新增债务较多，2013 年来公司资产负债率和资本化比率上升明显。

图 5：2013 年~2016 年 9 月末公司资本结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司财报整理

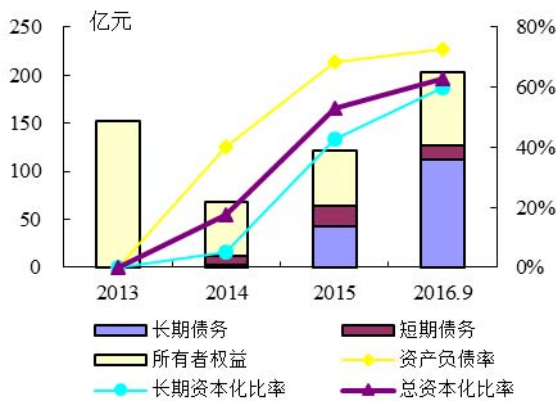
母公司方面，2013~2015 年及 2016 年 9 月末，母公司总资产分别为 152.48 亿元、93.44 亿元、181.24 亿元和 274.40 亿元。母公司资产主要由长期股权投资和其他应收款构成，截至 2016 年 9 月末，以上科目分别为 80.62 亿元和 99.17 亿元，占总资产的 29.38%和 36.14%，长期股权投资主要是对子公司的投资，其他应收款主要是与政府部门的往来款。

2013~2015 年及 2016 年 9 月末，母公司总负债分别为 0.00 亿元、37.66 亿元、123.75 亿元和 199.29

³ 为准确反映公司实际债务情况，中诚信国际将合并口径各年度长期应付款中带息借款调入长期借款科目。

亿元。母公司负债主要由应付债券和其他应付款构成，截至 2016 年 9 月末，母公司应付债券为 97.93 亿元，其他应付款为 70.01 亿元，其中，其他应付款主要系市财政回购款和项目资本金，近年来快速增长。2013~2015 年及 2016 年 9 月末，母公司所有者权益分别为 152.48 亿元、55.79 亿元、57.48 亿元和 75.11 亿元；其中，2016 年，公司发行永续中票计入资本公积导致其他权益工具增长 16.97 亿元。

图 6：2013 年~2016 年 9 月末母公司资本结构分析



资料来源：中诚信国际根据公司财报整理

总体来看，随着公司业务扩展和经营积累，公司总资产和总负债同步增长，2015 年资产负债率进一步上升。公司债务规模呈快速上升，且随着工程建设推进有进一步上升的趋势。

盈利能力

公司业务板块较多，近年来营业收入呈上升趋势。2013~2015 年，公司主营业务收入分别为 61.59 亿元、65.31 亿元和 80.50 亿元。营业收入以市场经

营业务收入为主，2013~2015 年，市场经营业务收入分别为 24.90 亿元、23.49 亿元和 23.76 亿元，主要来自于市场集团和商城集团的租金收入。此外，恒风进出口公司和商城贸易公司的商品销售收入和交通运输收入也是主营业务收入的重要组成部分，受国内外需求萎缩影响，近年来商品销售收入规模逐年下降，2013~2015 年分别为 11.59 亿元、9.55 亿元和 7.57 亿元；2013~2015 年，公司交通运输收入分别为 7.01 亿元、6.85 亿元和 5.52 亿元。2015 年以来，公司房地产开发收入大幅增加，主要是城投集团下属房地产公司实现销售收入大幅增加所致，2013~2015 年，公司分别实现房地产开发收入 6.39 亿元、7.68 亿元和 24.44 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 74.48 亿元，其中房地产开发收入 32.18 亿元，带动公司主营业务收入快速增长。

从毛利率情况来看，2013~2015 年，公司主营业务毛利率略有下降，分别为 41.23%、33.11%和 28.31%。主要系收入占比较大的市场经营和房地产开发业务毛利率下滑所致，此外，由于经济环境和长途交运受到飞机和高铁的普及影响，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，也是公司主营业务毛利率持续下降的原因之一。2016 年 1~9 月，公司主营业务毛利率小幅上升至 28.50%，主要系公司市场经营业务毛利率小幅提升，公司房地产开发业务和交通客运业务毛利率仍呈下降趋势。

表 9：2013~2016 年 9 月公司主营业务收入构成及毛利率情况

项目名称	2013		2014		2015		2016.1~9	
	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	毛利率 (%)
市场经营	24.90	67.97	23.49	61.63	23.76	59.87	19.77	61.27
商品销售	11.59	2.00	9.55	2.36	7.57	2.57	6.01	2.50
交通客运	7.01	4.67	6.85	-7.94	5.52	-39.33	3.32	-61.94
仓储物流	1.09	11.92	1.43	16.65	1.51	19.12	1.11	24.07
水务板块	4.23	21.81	4.77	24.03	4.70	18.24	3.78	12.08
基础设施	-	-	4.55	10.79	4.51	10.28	2.23	11.00
房地产开发	6.39	69.65	7.68	47.01	24.44	30.87	32.18	29.89
酒店服务	2.16	50.85	2.85	33.31	3.32	1.59	2.24	-3.22
展览广告	1.29	-7.51	2.11	8.37	2.36	20.65	0.59	-33.63
其他	2.93	48.12	2.03	41.92	2.81	30.12	3.25	21.52

合计/综合	61.59	41.23	65.31	33.11	80.50	28.31	74.48	28.50
-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------	-------

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2013年~2016年9月，公司三费支出分别为16.46亿元、19.43亿元、18.49亿元和12.14亿元；期间费用以管理费用为主，管理费用同期分别为9.06亿元、10.20亿元、9.74亿元和7.96亿元；财务费用方面，公司2015年大幅新增发行短期融资券、超短期融资券等融资工具，致使财务费用增长明显，2016年1~9月，公司财务费用较同期有所下降。2013~2015年及2016年1~9月，三费收入占比分别为25.24%、27.61%、21.58%和15.49%，三费收入占比有所下降，但占比仍然偏高，三费控制能力有待继续提高。

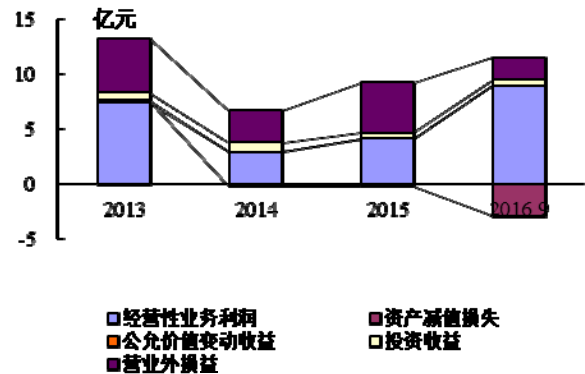
表 10: 2013年~2016年9月公司期间费用分析

项目名称	2013	2014	2015	2016.9
销售费用(亿元)	3.26	2.98	3.25	2.05
管理费用(亿元)	9.06	10.20	9.74	7.96
财务费用(亿元)	4.13	6.25	5.51	2.13
三费合计(亿元)	16.46	19.43	18.49	12.14
营业总收入(亿元)	65.20	70.38	85.68	78.37
三费收入占比(%)	25.24	27.61	21.58	15.49

资料来源：公司财报

利润总额构成来看，2013~2015年，公司利润总额分别为13.27亿元、6.53亿元和9.04亿元；经营性业务利润分别为7.39亿元、2.91亿元和4.13亿元。三费收入和营业成本的增加侵蚀了部分利润，使得2014年经营性业务利润下降较多。同时，营业外损益2014年也有所下降，造成公司利润总额大幅下滑，上述情况均在2015年得到改善。2013~2015年，公司营业外损益分别为4.95亿元、2.93亿元和4.56亿元，其中来自政府补助收入分别为4.46亿元、3.08亿元和4.73亿元。2016年1~9月，利润总额为8.63亿元，其中因房地产开发业务收入增加导致经营性业务利润大幅增加至8.98亿元；同期，公司资产减值损失大幅增加至2.90亿元，主要系商城集团对南昌欧风置业有限公司的长期股权投资计提的减值损失增加。

图 7: 2013年~2016年9月公司利润总额构成分析



资料来源：中诚信国际据公司财报整理

母公司方面，母公司营业收入规模及经营性业务利润规模较小，利润主要来自于下属子公司的投资收益，2013年，母公司未实现营业收入，2014~2015年以及2016年1~9月，母公司分别实现利润总额0.03亿元、0.02亿元和-0.07亿元。

总体看来，公司营业收入保持增长趋势，2015年房地产板块收入上升进一步推升公司收入规模。公司三费支出占营业收入比重较高，三费控制能力有待加强。公司收到义乌市政府补助收入较多，得到义乌市政府较大的支持。

现金流

2013~2015年，公司经营活动净现金流波动较大，分别为0.99亿元、-5.55亿元和42.95亿元。2015年，商城集团预收的商位使用费和预收的购房款增加，使得公司经营性活动净现金流呈大规模净流入。2016年1~9月，公司经营活动净现金流-28.32亿元，主要系商城集团房产销售逐渐结转收入，现金流入逐渐减少导致公司经营活动现金流入大幅减少。

2013~2015年，公司投资活动净现金流一直呈大幅净流出状态且缺口逐年扩大，分别为-38.46亿元、-50.75亿元和-85.76亿元。主要是近年来公司基础设施项目及房地产项目投资支出规模较大所致。2016年1~9月，投资活动净现金流为-22.89亿元。

2013~2015年，公司筹资活动净现金流分别

为 47.02 亿元、74.82 亿元和 53.90 亿元。2013 年以来，公司加大了融资力度，使得筹资活动现金流入大幅增加，同时偿还债务支出的现金流也保持了较大规模。2016 年 1~9 月，公司进一步加大筹资力度，使得公司筹资活动净现金流达 89.89 亿元。

表 11:2013 年~2016 年 9 月公司现金流结构分析 (亿元)

项目名称	2013	2014	2015	2016.1~9
经营活动现金流入	121.00	154.56	250.15	121.26
经营活动现金流出	120.02	160.11	207.20	149.59
经营活动净现金流	0.99	-5.55	42.95	-28.32
投资活动现金流入	19.10	59.15	40.73	44.85
投资活动现金流出	57.56	109.90	126.49	67.74
投资活动净现金流	-38.46	-50.75	-85.76	-22.89
筹资活动现金流入	158.73	203.15	265.24	251.20
其中：吸收投资	2.71	0.55	2.31	2.84
借款	153.90	181.12	194.93	243.57
筹资活动现金流出	111.71	128.33	211.35	161.30
其中：偿还债务	102.45	110.64	191.51	149.06
筹资活动净现金流	47.02	74.82	53.90	89.89
现金净增加额	9.55	18.52	11.08	38.68

资料来源：公司财报

总体来看，公司经营活动净现金流波动较大，同时，公司投资活动资金需求较大，导致 2013 年以来公司加大筹资力度，以满足日常经营和投资的资金需求。中诚信国际关注到，公司房地产板块和基础设施建设板块近年来在建、拟建项目较多，投资压力较大，预计公司未来资金需求会继续上升。

偿债能力

随着公司债务规模的快速扩大，EBITDA 对总债务的覆盖能力总体有所减弱，2013~2015 年，总债务/EBITDA 分别为 3.83 倍、7.29 倍和 9.04 倍。EBITDA 对利息的覆盖能力尚可，但弱化，2013~2015 年，EBITDA 利息倍数分别为 4.51 倍、3.38 倍和 3.27 倍。2015 年，公司经营活动净现金流大幅增加，经营活动净现金流对总债务的覆盖能力也随之增强，2015 年公司经营活动净现金流利息倍数为 4.81 倍。

表 12:2013~2015 年公司偿债能力分析

项目名称	2013	2014	2015
长期债务 (亿元)	53.48	85.61	173.28
总债务 (亿元)	108.72	186.41	264.17
EBITDA (亿元)	28.39	25.57	29.21

经营活动净现金流 (亿元)	0.99	-5.55	42.95
总债务/EBITDA (X)	3.83	7.29	9.04
EBITDA 利息倍数(X)	4.51	3.38	3.27
总债务/经营活动净现金流(X)	110.10	-33.57	6.15
经营活动净现金流利息倍数(X)	0.16	-0.73	4.81

资料来源：公司财报

到期债务方面，截至 2016 年 9 月末，公司存量债务为 343.88 亿元，2016 年、2017 年将面临到期债务偿还高峰期，到期债务分别为 95.45 亿元和 79.42 亿元，公司近两年的偿债压力较大。

表 13:截至 2016 年 9 月末公司有息负债到期分布情况 (亿元)

项目名称	2016.10~12	2017	2018	2019	2020 年及以后
到期负债	27.53	95.45	79.42	35.66	105.83

资料来源：公司财报

截至 2016 年 9 月末，公司获得各家银行人民币授信总额为 402.34 亿元，其中已使用授信额度为 133.94 亿元，未使用授信额度为 268.41 亿元。

受限资产方面，截至 2016 年 9 月末，公司通过房地产及土地等资产抵质押获得银行借款，借款余额为 10.72 亿元，抵押资产账面价值为 26.96 亿元，占总资产的 3.06%。

对外担保方面，截至 2016 年 9 月末，公司对外担保金额合计为 34.13 亿元，占净资产的 10.60%。公司的子公司城投集团为义乌市半月湾水轮泵站的银行借款提供担保金额 260 万元，担保到期日为 2018 年 2 月；公司为义乌市佛堂城市投资建设集团有限公司的银行借款提供担保金额 3.00 亿元，担保到期日为 2019 年 6 月；公司的子公司商城集团对义乌市商旅投资发展有限公司提供担保金额 0.69 亿元，担保到期日为 2024 年 6 月；公司的子公司商城集团对义乌市惠商小额贷款有限责任公司提供担保金额共计 0.21 亿元，担保到期日为 2016 年 10 月至 2017 年 1 月不等。此外，根据有关规定，浙江中国小商品城集团股份有限公司销售商品房在商品房承购人尚未办理完房屋产权证之前，需为其向银行提供抵押贷款担保，截至 2016 年 9 月 30 日尚未结清的该类担保金额为人民币 30.21 亿元。该担保事项将在房屋产权证办理完毕后解除，且浙江中国小商品城集团股份有限公司历史上未发生过与此担保相关的损失，故管理层认为无需对此担保计提准备。

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 2016 年 10 月 19 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。

评级展望

中诚信国际肯定了义乌市很强的经济及财政实力、公司获得强有力的政府支持、公司业务的区域垄断性地位以及义乌中国小商品城品牌优势等因素对公司未来发展的积极作用。同时，中诚信国际还考虑了公司债务规模快速上升，资本支出压力较大以及房地产政策风险等因素对公司未来整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为义乌市国有资本运营有限公司的信用水平在未来一段时间内将保持稳定。

结 论

综上所述，中诚信国际评定义乌市国有资本运营有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“义乌市国有资本运营有限公司 2017 年度第一期中期票据”的信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于义乌市国有资本运营有限公司 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

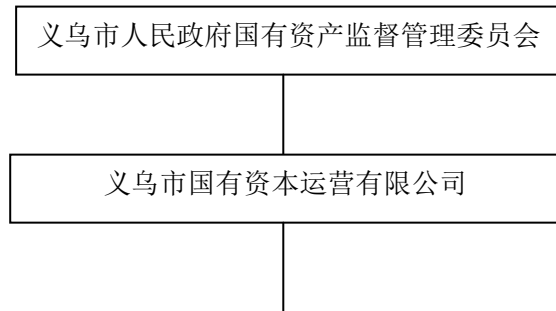
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

我公司将在票据的存续期内对其风险程度进行全程跟踪监测。我公司将密切关注发行主体公布的季度报告、年度报告及相关信息。如发行主体发生可能影响信用等级的重大事件，应及时通知我公司，并提供相关资料，我公司将就该项进行实地调查或电话访谈，及时对该项进行分析，确定是否要对信用等级进行调整，并在中诚信国际公司网站对外公布。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2017 年 1 月 4 日

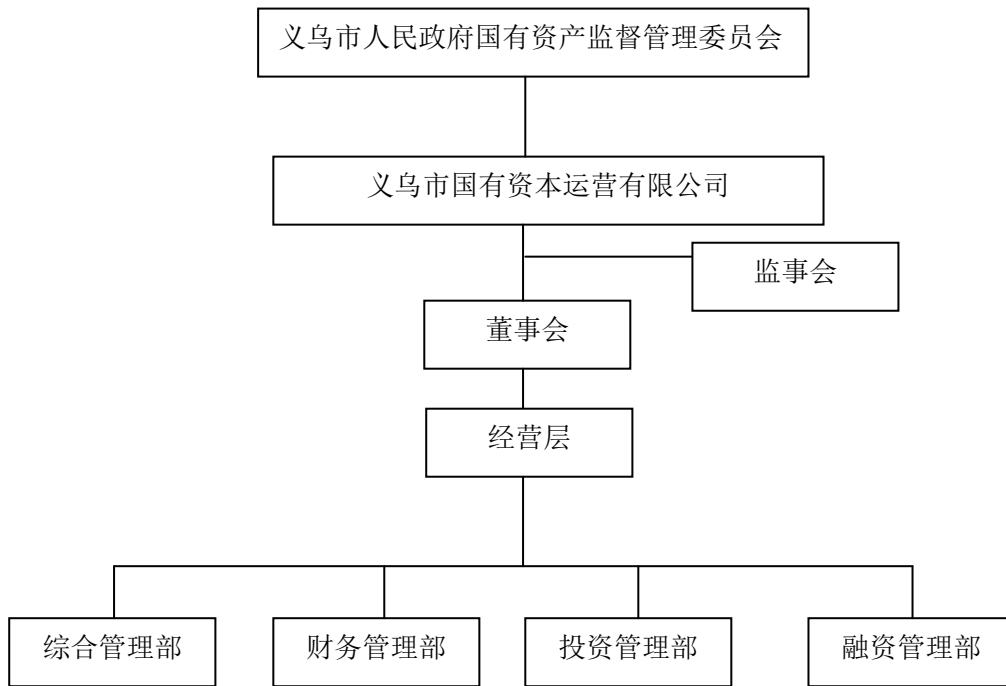
附一：义乌市国有资本运营有限公司股权结构图（截至 2016 年 9 月末）



序号	一级子公司名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)
1	义乌市市场发展集团有限公司	100.00	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	义乌市交通投资建设集团有限公司	100.00	100,000.00
7	义乌市城乡新社区投资建设集团有限公司	100.00	50,000.00
8	义乌市金融控股有限公司	100.00	6,500.00
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	70.00	300.00
11	浙江义乌工业园区开发有限公司	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	62.00	5,000.00
14	义乌市佛堂文化旅游区投资有限公司	100.00	10,000.00
15	义乌经济技术开发区开发有限公司	100.00	100,000.00
16	义乌科创新区开发有限公司	100.00	10,000.00
17	义乌丝路新区建设投资有限公司	100.00	10,000.00
18	义乌市党校迎宾馆有限公司	100.00	1.00
19	义乌市工业资产管理有限公司	100.00	100,000.00

资料来源：公司提供

附二：义乌市国有资本运营有限公司组织结构图（截至 2016 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附三：义乌市国有资本运营有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据(单位:万元)	2013	2014	2015	2016.9
货币资金	418,769.41	588,599.76	729,593.50	1,114,414.74
交易性金融资产	529.97	614.05	0.00	2,969.54
应收账款净额	16,842.35	25,084.44	15,589.71	28,322.00
其他应收款	17,839.36	133,751.78	337,572.24	431,498.03
存货净额	1,638,424.09	2,172,556.10	2,595,652.79	2,747,343.79
可供出售金融资产	0.00	166,755.17	235,511.42	238,465.08
长期股权投资	254,523.32	110,629.79	172,712.13	184,271.23
固定资产	1,110,611.46	1,277,853.51	1,531,712.12	1,557,969.97
在建工程	135,998.10	571,680.98	983,959.37	1,168,209.56
无形资产	525,045.99	555,768.74	596,691.28	640,442.89
总资产	4,517,802.63	6,272,094.97	7,945,315.81	8,800,747.08
其他应付款	287,277.72	551,610.08	755,297.06	940,382.71
短期债务	552,361.68	1,008,016.03	908,880.48	553,440.18
长期债务	534,789.13	856,090.74	1,732,807.73	2,885,396.73
总债务	1,087,150.81	1,864,106.77	2,641,688.21	3,438,836.91
净债务	668,381.40	1,275,507.01	1,912,094.71	2,324,422.17
总负债	2,489,532.36	3,542,315.88	4,983,110.80	5,581,622.44
财务性利息支出	49,432.18	70,458.77	67,195.13	28,637.74
资本化利息支出	13,493.39	5,265.16	22,158.44	46,283.38
实收资本	4,000.00	4,000.00	168,000.00	168,000.00
少数股东权益	503,431.59	507,675.99	520,468.97	542,356.39
所有者权益合计	2,028,270.27	2,729,779.09	2,962,205.00	3,219,124.64
营业总收入	652,018.82	703,842.80	856,802.31	783,726.35
三费前利润	238,518.87	223,397.43	226,253.33	211,153.56
营业利润	83,156.97	36,037.44	44,857.80	66,116.43
投资收益	6,816.20	8,332.37	5,436.49	5,348.16
营业外收入	52,567.63	33,520.10	50,432.25	24,636.02
净利润	98,963.88	43,533.89	56,590.85	57,019.07
EBIT	182,132.19	135,807.16	157,623.13	114,980.90
EBITDA	283,920.54	255,673.11	292,089.16	-
销售商品、提供劳务收到的现金	790,624.99	776,934.70	1,384,450.00	503,019.51
收到其他与经营活动有关的现金	399,379.56	752,960.56	1,100,752.64	698,694.07
购买商品、接受劳务支付的现金	545,616.19	749,953.59	787,972.84	467,808.53
支付其他与经营活动有关的现金	461,391.00	632,721.26	1,004,956.63	763,082.03
吸收投资收到的现金	27,090.50	5,525.00	23,141.66	28,427.34
资本支出	260,390.90	340,844.86	710,890.27	350,120.07
经营活动产生现金净流量	9,874.46	-55,520.72	429,454.07	-283,220.58
投资活动产生现金净流量	-384,585.51	-507,470.30	-857,644.27	-228,896.92
筹资活动产生现金净流量	470,195.03	748,206.72	538,974.49	898,944.71
财务指标	2013	2014	2015	2016.9
营业毛利率(%)	44.10	37.41	31.74	31.56
三费收入比(%)	25.24	27.61	21.58	15.49
总资产收益率(%)	4.50	2.52	2.22	-
流动比率(X)	1.20	1.17	1.25	1.69
速动比率(X)	0.29	0.32	0.43	0.65
资产负债率(%)	55.10	56.48	62.72	63.42
总资本化比率(%)	34.90	40.58	47.14	51.65
长短期债务比(X)	1.03	1.18	0.52	0.19
经营活动净现金/总债务(X)	0.01	-0.03	0.16	-
经营活动净现金/短期债务(X)	0.02	-0.06	0.47	-
经营活动净现金/利息支出(X)	0.16	-0.73	4.81	-3.78
总债务/EBITDA(X)	3.83	7.29	9.04	-
EBITDA/短期债务(X)	0.51	0.25	0.32	-
货币资金/短期债务	0.76	0.58	0.80	2.01
EBITDA 利息倍数(X)	4.51	3.38	3.27	-

注：1.公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2.2016年三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，故相关指标失效；3.2013年财务报表为模拟合并财务报表；4.为准确反映公司实际债务情况，中诚信国际将各年度财务报表其他流动负债科目中的带息负债调入交易性金融负债科目，将长期应付款中带息借款调入长期借款科目；5.中诚信国际将2013~2015年财务报表其他综合收益调入资本公积科目。

附四：义乌市国有资本运营有限公司主要财务数据及指标（母公司口径）

财务数据(单位: 万元)	2013	2014	2015	2016.9
货币资金	4,000.00	30,272.09	173,926.72	579,434.36
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	0.00	264,366.94	551,636.14	991,731.93
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	47,161.14	64,582.14	66,232.14
长期股权投资	1,520,838.68	592,567.68	772,049.62	806,174.07
固定资产	0.00	14.88	250,075.88	248,321.59
在建工程	0.00	59.69	89.13	89.93
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	1,524,838.68	934,442.42	1,812,359.63	2,743,985.54
其他应付款	0.00	257,939.35	572,347.10	700,132.10
短期债务	0.00	88,800.00	217,700.00	147,700.00
长期债务	0.00	29,800.00	428,772.56	1,127,125.00
总债务	0.00	118,600.00	646,472.56	1,274,825.00
净债务	-4,000.00	88,327.91	472,545.84	695,390.64
总负债	0.00	376,590.71	1,237,512.42	1,992,935.53
财务性利息支出	0.00	5,720.54	27,369.65	-
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	-
实收资本	4,000.00	4,000.00	168,000.00	168,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,524,838.68	557,851.70	574,847.21	751,050.01
营业总收入	0.00	0.00	0.00	0.00
三费前利润	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	0.00	25.62	240.05	-723.60
投资收益	0.00	501.91	1,124.06	1,467.74
营业外收入	0.00	300.00	0.00	0.00
净利润	0.00	325.62	240.05	-723.60
EBIT	0.00	6,046.16	27,609.70	-
EBITDA	0.00	6,047.36	27,621.50	-
销售商品、提供劳务收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	0.00	181,408.22	865,340.85	1,733,300.35
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
支付其他与经营活动有关的现金	0.00	116,441.86	591,853.92	1,966,703.56
吸收投资收到的现金	4,000.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	0.00	637.54	250,100.79	8.92
经营活动产生现金净流量	0.00	64,902.62	273,228.45	-233,766.09
投资活动产生现金净流量	0.00	-275,078.76	-689,794.18	-137,003.17
筹资活动产生现金净流量	4,000.00	236,448.23	560,220.36	776,276.91
财务指标	2013	2014	2015	2016.9
营业毛利率(%)	-	-	-	-
三费收入比(%)	-	-	-	-
总资产收益率(%)	0.00	1.29	2.01	-
流动比率(X)	-	0.85	0.91	1.88
速动比率(X)	-	0.85	0.91	1.88
资产负债率(%)	0.00	40.30	68.28	72.63
总资本化比率(%)	0.00	17.53	52.93	62.93
长短期债务比(X)	-	2.98	0.51	0.13
经营活动净现金/总债务(X)	-	0.55	0.42	-
经营活动净现金/短期债务(X)	-	0.73	1.26	-
经营活动净现金/利息支出(X)	-	11.35	9.98	-
总债务/EBITDA(X)	-	19.61	23.40	-
EBITDA/短期债务(X)	-	0.07	0.13	-
货币资金/短期债务	-	0.34	0.80	3.92
EBITDA 利息倍数(X)	-	1.06	1.01	-

注：1. 公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2. 2013 年财务报表为模拟合并财务报表；3、2016 年三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及母公司口径资本化和财务性利息支出，故相关指标失效；4、中诚信国际将 2013~2015 年财务报表其他综合收益调入资本公积科目。

附五：基本财务指标的计算公式

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

长期债务 = 长期借款+应付债券

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

营业毛利率 = (营业收入-营业成本)/营业收入

三费收入比 = (财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

总资产收益率 = EBIT / 总资产平均余额

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

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))

长短期债务比=短期债务/长期债务

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

附六：主体信用等级的符号及定义

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。

附七：中期票据信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。