

信用等级通知书

信评委函字[2018]0189D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2018年度第一期绿色中期票据”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，本期绿色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

二零一八年二月七日

义乌市国有资本运营有限公司 2018 年度第一期绿色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	7 亿元
发行期限	3+1+N 年, 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
偿还方式	于本期中期票据第 3 个和其后每个付息日, 公司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公司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

义乌国资(合并口径)	2014	2015	2016	2017.9
总资产(亿元)	620.83	786.99	983.93	1,179.70
所有者权益合计(亿元)	266.59	288.68	321.58	325.51
总负债(亿元)	354.23	498.31	662.35	854.19
总债务(亿元)	186.41	266.17	418.66	689.67
营业总收入(亿元)	70.38	85.68	108.69	122.39
净利润(亿元)	4.35	5.66	11.10	7.32
EBIT(亿元)	13.58	15.76	22.48	--
EBITDA(亿元)	25.57	29.21	36.85	--
经营活动净现金流(亿元)	-5.55	42.95	-52.74	-139.27
营业毛利率(%)	37.41	31.74	31.03	21.44
总资产收益率(%)	2.54	2.24	2.54	--
资产负债率(%)	57.06	63.32	67.32	72.41
总资本化比率(%)	41.15	47.97	56.56	67.94
总债务/EBITDA(X)	7.29	9.11	11.36	--
EBITDA 利息倍数(X)	3.38	3.27	2.57	--
义乌国资(母公司口径)	2014	2015	2016	2017.9
总资产(亿元)	93.44	181.24	290.21	434.27
所有者权益合计(亿元)	55.79	57.48	75.49	70.53
总负债(亿元)	37.66	123.75	214.72	363.74
总债务(亿元)	11.86	64.65	158.79	278.42
营业总收入(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.03
净利润(亿元)	0.03	0.02	0.30	-0.58
EBIT(亿元)	0.60	2.76	--	--
EBITDA(亿元)	0.60	2.76	--	--
经营活动净现金流(亿元)	6.49	27.32	0.22	-82.41
营业毛利率(%)	--	--	--	96.02
总资产收益率(%)	1.29	2.01	--	--

基本观点

中诚信国际评定义务市国有资本运营有限公司 (以下简称“义乌国资”或“公司”) 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 2018 年度第一期绿色中期票据”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, 公司获得强有力的政府支持, 区域垄断性和义乌中国小商品城品牌优势及公司利润规模上升等因素对公司发展的积极作用。同时中诚信国际也关注到公司经营活动净现金流波动较大, 未来资本支出压力较大, 部分基础设施建设项目回购存在不确定性, 公司债务规模上升较快, 偿债压力较大和房地产开发业务板块面临政策和市场风险等因素对公司未来运营及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, 2016 年, 义乌市实现地区生产总值 1,118.1 亿元; 实现公共财政预算收入 81.79 亿元。义乌市发达的区域经济和雄厚的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、充实公司净资产, 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。此外, 公司棚户区改造 (城市有机更新) 项目均已签订政府购买服务协议, 协议价款资金来源源于财政性资金, 为公司的回款提供了有力的保障。
- **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, 且其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。
- **利润规模上升。**近年来, 受益于房地产开发板块房产交付量增加的影响, 公司的营业总收入呈逐年上涨的趋势, 利润规模持续上升。

关注

- **经营活动净现金流波动较大。**2014~2016 年及 2017 年 1~9 月, 公司经营活动净现金流分别为 -5.55 亿元、42.95 亿元、-52.74 亿元和 -139.27 亿元, 波动较大, 中诚信国际对此保持关注。
- **公司资本支出压力较大, 部分基础设施建设项目回**

资产负债率(%)	40.30	68.28	73.99	83.76
总资本化比率(%)	17.53	52.93	67.78	79.79
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.公司未提供 2016 年母公司口径资本化利息支出和财务性利息支出，故相关财务指标失效；3.2017 年前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合并口径和母公司口径资本化和财务性利息支出，故相关指标失效；4.中诚信国际根据亚太（集团）会计师事务所发布的《关于义乌市国有资本运营有限公司 2016 年前期会计差错更正的专项说明》及公司提供的未经审计的 2014~2015 年合并口径财务报表对公司 2014 年及 2015 年的合并口径财务数据进行了调整；5.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、其他应付款和长期应付款中带息借款调整入相关科目，中诚信国际将母公司口径各期财务报表其他流动负债中的有息债务调整至相关科目。

分析师

项目负责人：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：李傲颜 ayli@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2018 年 2 月 7 日

购存在不确定性；同时，随着投资规模增加，债务规模上升较快，偿债压力较大。公司各子公司建设投资任务较多，尤其是基础设施建设业务板块、房地产开发业务板块及新增的棚户区改造（城市有机更新）项目建设板块未来将面临较大的资本支出压力。公司在建基础设施项目投资规模较大，部分基础设施建设项目暂未安排回购计划，存在一定的不确定性。随着投资规模的增加，公司债务规模也随之快速上升，给公司带来较大偿债压力；同时，母公司财务杠杆快速增大，偿债压力较大。

➤ **房地产开发业务板块面临政策和市场风险。**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。

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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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。债务融资工具存续期内，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“义乌资产”）、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）义乌资产

义乌资产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，义乌资产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日由义乌资产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“社投集团”）。

2013年12月31日，义乌资产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浙江恒丰集团有限公司股权（持股比例62.74%，以下简称“恒丰集团”）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2017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2017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2017年9月末，公司注册资本人民币16.80亿元，股东为义乌市国资委。公司经营范围为国有资本经营和国有股权管理。截至2017年9月末，公司拥有21家一级全资或控股子公司。

截至2016年末，公司总资产983.93亿元，所有者权益合计为321.58亿元，资产负债率为67.32%；2016年，公司实现营业总收入108.69亿

元，净利润 11.10 亿元，经营活动净现金流为-52.74 亿元。

截至 2017 年 9 月末，公司总资产 1,179.70 亿元，所有者权益合计为 325.51 亿元，资产负债率为 72.41%；2017 年 1-9 月，公司实现营业总收入 122.39 亿元，净利润 7.32 亿元，经营活动净现金流-139.27 亿元。

本期票据概况

发行条款

本次中期票据注册额度 15 亿元，本期发行金额 7 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，公司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。如果公司不行使赎回权，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，公司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，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司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，公司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。公司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

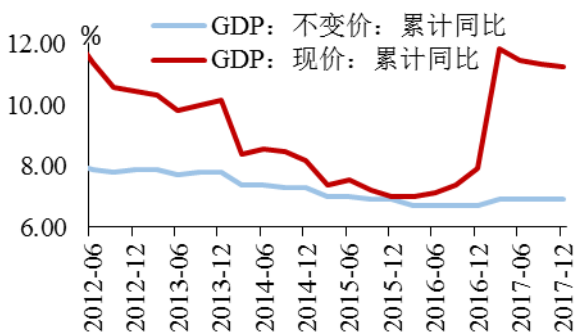
本期票据发行金额为 7 亿元，募集资金将用于“义乌江水环境综合治理工程”项目建设。

“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注册中期票据募集资金补充。项目建设工期为 24 个月，计划于 2018 年 12 月完工。截至 2017 年 9 月末，已投资 4.15 亿元。

宏观经济和政策环境

在全球经济复苏、国内供给侧结构性改革持续推进背景下，2017 年中国经济延续了 2016 年下半年以来稳中向好态势。全年 GDP 同比增长 6.9%，较上年加快 0.2 个百分点，超出市场预期。在经济企稳同时，经济结构持续优化，监管趋严下宏观风险有所缓释，经济运行质量进一步提升。展望 2018 年，投资下行压力凸显，消费难以大幅提升，出口增长幅度能否持续存在不确定性，经济仍面临小幅放缓压力，考虑到基数效应的影响，预计全年前低后稳。

图 1: 中国 GDP 增速



资料来源: 国家统计局

从需求端来看, 基建投资维持近 15% 的较高速增长, 房地产投资虽有回落但保持一定韧性, 制造业投资较上年有所改善, 投资缓中趋稳; 消费平稳增长, 扭转了前几年的阶梯式下滑态势; 全球经济复苏带动出口实现较大幅度正增长。从供给侧来看, 受供给侧改革和环保趋严影响, 工业品价格回升, 企业盈利大幅改善, 工业生产回暖, 规模以上工业增加值反弹。从价格水平看, 去产能和环保趋严支撑 PPI 高位运行, CPI 总体维持在“1”时代, 通胀可控。在宏观经济指标向好同时, 经济结构持续优化, 第三产业增速快于第一、二产业, 最终消费对经济增长贡献率维持在较高水平。此外, 在监管全面趋严下, 宏观风险有所缓释, 资金“脱实向虚”改善, 金融杠杆持续去化, 银行表内外资产无序扩张态势得到一定程度遏制, 宏观杠杆率边际改善, 资本流出压力减轻。

但是, 中国经济风险警报并没有解除, 债务规模刚性压力依然存在, 地方政府债务结构性和区域性风险仍存, 互联网金融等金融创新在快速发展同时也蕴藏了风险, 房地产市场泡沫化风险尚未得到充分纾解。

中央经济工作会议提出, 今后 3 年要重点抓好防范化解重大风险等三大攻坚战, 防风险依然是 2018 年经济工作的重要内容, 强监管态势仍将持续。考虑到国内经济缓中趋稳, 金融防风险、去杠杆持续, 同时还需应对全球流动性收紧引致的资本流出压力, 货币政策将延续稳健中性, M2 维持低位运行, 与社融走势分化态势持续。财政政策将继续积极有效, 重点向民生、环保、企业减税降费等领域倾斜, 但地方政府举债管理进一步加严, 广义

财政支出增长或将放缓。

2018 年中国经济增长面临的压力体现在多个方面。尤为值得关注的是, 投资下行压力的进一步凸显。从三大类投资来看, 虽然扶贫攻坚、环保治理等“补短板”效应给基建投资带来一定支撑, 但广义财政支出增长放缓加大资金来源压力, 地方 GDP “挤水分”导致一些项目被叫停, 基建投资将“托而不举”, 虽有望保持两位数增幅但难以延续前几年高速增长态势; 调控影响进一步显现, 房地产投资将继续下行, 但在棚改货币化、租赁住房建设等因素支撑下, 下行幅度或将有限; 环保限产、企业利润增长放缓背景下, 制造业投资难以大幅改善。从所有制类别来看, 民间投资提振依然面临体制机制等多重掣肘, 国企债务约束加大或将导致其投资热情降温。此外, 消费在居民部门杠杆率攀升的背景下难以大幅上行, 人民币汇率升值导致出口商品价格竞争力减弱, 出口改善幅度能否持续面临不确定性, 也将加大新的一年经济增长的压力。

2018 年是全面贯彻十九大精神的开局之年, 是改革开放四十周年, 经济体制顶层设计有望加强, 以供给侧结构性改革为主线的改革持续推进, 一系列防风险、去杠杆的政策将陆续推出。随着治理结构的完善, 以及促改革、防风险举措的实施, 中国经济运行中的风险将进一步缓释, 经济结构继续调整优化, 经济增长质量有望得到进一步提升。

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 2016 年末, 义乌市户籍人口 78.22 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。

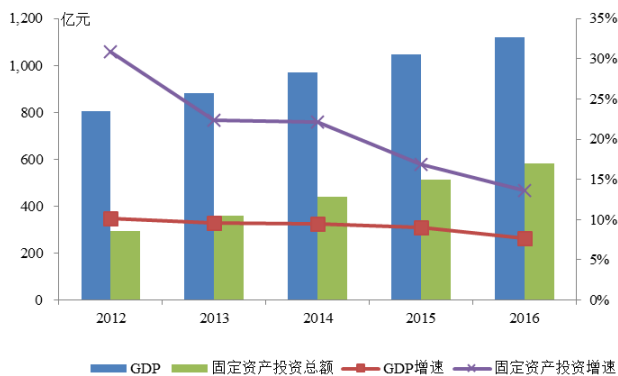
改革开放以来, 义乌市坚持“兴商建市”的发展战略, 通过发展小商品市场, 形成了较为独特的区域经济发展模式。义乌市是全球最大的小商品集散

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，2012~2016年，地区生产总值由802.9亿元增至1,118.1亿元，但增速有所放缓，2016年增速由2015年的9.0%降至7.7%。2016年，义乌市第一产业增加值22.4亿元，同比增长2.0%；第二产业增加值384.8亿元，同比增长4.3%；第三产业增加值710.9亿元，同比增长9.9%。2016年，义乌市按户籍人口计算人均生产总值达到143,972元，同比增长6.7%，按常住人口计算人均生产总值达到88,067元。三次产业结构由2015年的2.0:36.1:61.9调整为2016年的2.0:34.4:63.6，第三产业比重较2015年提高1.7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。2012~2016年，义乌市固定资产投资由293.6亿元增至581.7亿元，2016年增速为13.6%，比2015年下降3.3个百分点。2016年，在固定资产投资中，第一产业完成投资6.7亿元，同比增长122.5%；第二产业完成投资129.0亿元，同比下降7.7%，其中工业性投资129.0亿元，同比增长3.2%；第三产业完成投资446.0亿元，同比增长20.7%。

图 2：2012~2016年义乌市 GDP 和固定资产投资



资料来源：义乌市统计公报

根据《义乌市国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要》（义乌市“十三五”纲要），“十三五”时期（2016~2020年）义乌市的发展定位为国家改

革先行区、“一带一路”尖兵、世界“小商品之都”和创新创业活力之城。义乌市“十三五”纲要提到，将深化城乡统筹领域改革、深化基础设施投融资体制改革、全力推进实体市场转型和联动发展现代物流等。

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。2014~2016年，义乌市地方公共财政预算收入由69.68亿元增至81.79亿元。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，2014~2016年，义乌市政府性基金预算收入分别为61.97亿元、31.17亿元和77.72亿元，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47.73亿元、22.92亿元和44.83亿元。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 1：2014~2016年义乌市财政收入情况（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算收入	69.68	79.25	81.79
政府性基金预算收入	61.97	31.17	77.72
其中：国有土地出让净收入	47.73	22.92	44.83
转移性收入	18.51	19.70	17.47
财政专户（非税）收入	16.92	8.88	11.05
财政收入合计	167.08	139.00	188.03

注：转移性收入中含一般公共预算中的上级补助收入和政府性基金预算中的上级补助收入。

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。2014~2016年，义乌市公共财政预算支出分别为72.23亿元、96.52亿元和114.40亿元。2014~2016年政府性基金预算支出分别为69.21亿元、43.85亿元和76.63亿元。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96.47%、82.11%和71.49%，公共财政平衡能力逐年下降，但仍维持较好水平。

表 2：2014~2016年义乌市财政支出情况（亿元）

项目名称	2014	2015	2016
公共财政预算支出	72.23	96.52	114.40
政府性基金预算支出	69.21	43.85	76.63
财政专户（非税）支出	28.10	12.35	9.28
财政支出合计	169.54	152.72	200.31

地方政府债务方面，截至 2016 年末，义乌市政府负有偿还责任的债务（直接债务）余额为 92.71 亿元，政府负有担保或救济责任的债务余额为 13.98 亿元。

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，2014~2016 年，公司资本公积分别净增 65.27 亿元、1.07 亿元和 7.90 亿元，其中，2014 年资本公积增加主要系子公司资产划转及社投集团收到政府投入的土地出让金返还等。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，2014~2016 年，公司收到的政府补助分别为 3.08 亿元、4.73 亿元和 7.51 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。

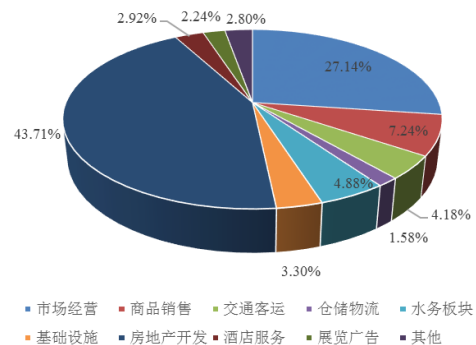
总体来看，义乌市政府不断以资金补贴和资产注入等方式来支持公司的发展。鉴于公司在城市基础设施建设和公用事业方面履行的重要职能，预计公司还将在未来较长时间内继续得到政府在资金和政策上的支持。在政府支持和自身优良资产的支撑下，公司具有很强的抗风险能力。

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。2016 年，公司实现主营业务收入 105.72 亿元，其中市场经营收入 28.69 亿元，占主营业务收入比重 27.14%；房地产开发收入 46.21 亿元，占主营业务收入比重 43.71%；商品销售收入（含粮食销售）7.65 亿元，占主营业务收入比重为 7.24%。2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 118.66 亿元。

图 3：2016 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。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，公司市场经营板块形成的营业收入分别为 23.49 亿元、23.76 亿元、28.69 亿元和 18.30 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，市场集团本部还经营副食品市场、果品市场、花卉市场和义乌家居城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。商城集团经营管理有数码城、

国际商贸城、篁园市场及生产资料市场等，全部位于义乌市主城区内，市场经营商品有 26 个大类、180 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。截至 2017 年 9 月末，公司主要商贸市场可出租面积 168.10 万平方米，已出租面积 146.80 万平方米，整体出租率达到 87.33%。

表 3：截至 2017 年 9 月末公司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	出租率
数码城	14,803.27	10,274.67	69.41
篁园市场	95,444.72	86,743.02	90.88
国际商贸城一区	94,982.76	94,851.72	99.86
国际商贸城一区东扩项目	42,591.91	29,790.68	69.94
国际商贸城二区	161,325.90	160,682.20	99.60
国际商贸城三区	145,002.40	138,035.45	95.20
国际商贸城四区	286,979.32	251,285.49	87.56
国际商贸城五区	138,323.16	111,114.95	80.33
国际商贸城五区进口馆	34,355.00	31,040.20	90.35
生产资料市场	258,136.80	156,668.20	60.69
副食品市场	86,000.00	86,000.00	100.00
果品市场	22,000.00	22,000.00	100.00

表 4：截至 2017 年 9 月末公司商贸市场资产概况

市场名称	商位数（个）			商位租金（元/平方米/年）				
	定向安排	定向招商	招投标	定向招商	定向安排	定向招商	招投标	定向招商
数码城	-	178.00	-	-	-	553.60	-	-
篁园市场	4,240.00	750.50	21.50	-	1,906.68	537.85	1,683.58	-
国际商贸城一区	7,473.00	382.00	2,380.00	-	2,635.59	1,335.77	4,047.15	-
国际商贸城一区东扩项目	14.00	19.00	2,441.00	-	2,610.93	2,440.26	2,610.48	-
国际商贸城二区	4,630.00	1,235.00	2,031.00	-	2,136.00	1,087.00	3,656.00	-
国际商贸城三区	4,123.50	1,052.50	1,459.00	30.00	1,709.00	1,327.00	2,857.00	1,522.00

花卉市场	5,000.00	5,000.00	100.00
新马路菜市场	5,881.00	5,881.00	100.00
粮食市场	16,654.00	16,654.00	100.00
浙中农副产品物流中心	40,141.04	30,154.36	75.12
义乌家居城一区	101,789.50	100,216.50	98.45
义乌家居城二区	40,978.00	40,978.00	100.00
义乌家居城三区	90,600.25	90,600.25	100.00
合计	1,680,989.03	1,467,970.69	87.33

注：部分商贸市场可出租面积较以往年度变化主要系市场改扩建所致。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在商铺的定价机制方面，为了促进义乌小商品市场繁荣并拉动当地经济发展，商城集团所经营的商铺采取的是以政府指导价为主的定价机制，上述商铺的具体出租方式分为四类：定向安排、定向招商、定向招标和招投标，针对的商户和收取的商位费均不相同。定向安排类主要是对符合条件的老市场商位使用权人，采取搬迁方式入场，该部分商位可转租可转让，转让次数超过 2 次（含）以上，租金加收 20%；定向招商主要是为引进“名牌”产品企业、特定行业或特定地区生产企业、外资港澳台资企业，符合条件的企业在招商时享有相应的优惠政策；招投标主要是大批量招商时，因经营时间、税收额度达不到安排性质，经审核取得资格参加招投标，以一定的录标方式取得的入场资格商位，一级各阶段小批量投标产生的入场资格商位。此外，定向招商模式主要是针对国际商贸城五区和篁园服装市场一般品牌的生产企业或代理商，按照两大市场的租金价格体系分别确定标底，经审核取得资格参加招投标，以一定的录标方式取得的入场资格商位。

国际商贸城四区	15,257.00	2,175.00	3,995.00	67.00	2,610.00	1,434.08	2,741.00	1,505.00
国际商贸城五区	1,287.00	4,091.00	113.00	21.00	2,043.00	760.00	2,199.00	2,244.00
国际商贸城五区进 口馆	-	334.00	-	-	-	208.68	-	-
生产资料市场	-	2,503.00	-	-	-	258.27	-	-
副食品市场	2,500.00	180.00	263.00	-	2,177.50	2,178.00	3,500.00	-
果品市场	243.00	-	21.00	-	114.00	-	16.00	-
花卉市场	106.50	15.00	32.50	-	200.00	528.70	564.00	-
新马路菜市场	-	-	678.00	-	-	-	5,144.00	-
粮食市场	237.00	13.00	-	42.00	352.00	330.00	-	57.00
浙中农副产品物流 中心	232.00	-	95.00	119.00	850.83	-	374.70	626.11
义乌家居城一区	398.00	-	-	-	490.00	-	-	-
义乌家居城二区	633.00	-	-	-	547.50	-	-	-
义乌家居城三区	1,146.00	-	-	-	527.50	-	-	-
总计	42,520.00	12,928.00	13,530.00	279.00	-	-	-	-

资料来源：公司提供

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。

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。商城贸易公司业务包括出口业务和进口业务，其中出口业务占比超过 90% 以上，主要出口国包括巴西、泰国、德国等。盈利模式方面，商城贸易公司出口销售业务的盈利为赚取每单业务的购销差价，进口业务则包括自营进口和代理进口，金额较小。受宏观经济因素影响，商城贸易公

司外贸收入持续下降。

表 5：2014 年~2017 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	2014	2015	2016	2017.9
服装	5,490.63	5,158.41	7,368.26	5,767.79
工艺品	49.38	-	356.99	239.24
纺织品	18,262.43	16,078.72	18,611.92	11,546.22
日用品	43,369.59	28,240.99	22,631.46	17,895.93
玩具	297.25	254.76	419.8	321.81
其它商品	100.63	148.43	127.8	42.92
合计	67,569.91	49,881.31	49,516.23	35,813.91

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，恒风进出口公司的外贸规模在义乌市稳居前列，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。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。恒风进出口公司的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。

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 2015 年销售额有所下降，2016 年销售额小幅回升。

表 6: 2014 年~2017 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	2014	2015	2016	2017.9
针纺织品	7,052.00	5,279.71	5,175.03	4,810.97
日用品	5,738.00	4,333.89	6,314.77	6,449.51
服装	5,611.00	6,816.96	6,514.14	5,136.50
办公用品	687.00	166.26	15.67	-
五金电器	1,840.00	1,556.81	2,340.97	1,298.40
其它	338.00	1,143.59	732.27	27.60
合计	21,266.00	19,297.22	21,092.85	17,722.98

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。此外，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”），公司下属全资子公司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”）及其子公司义乌市锦都房地产开发有限公司（以下简称“锦都房产”），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”）也从事部分房地产开发业务。2014~2016 年和 2017 年 1~9 月，公司房地产板块业务收入分别为 7.68 亿元、24.44 亿元、46.21 亿元和 79.26 亿元，2015 年以来公司房产销售情况良好，陆续确认收入，致使公司房地产板块业务收入大幅增长。

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。

2014~2016 年，商城集团房地产业务收入分别为 3.43 亿元、23.91 亿元和 34.57 亿元。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；2016 年来，荷塘月色、钱塘印象和凤凰印象等项目交付量增加，带动房地产业务收入大幅增长。

截至 2017 年 9 月末，商城房地产公司的东城印象、荷塘月色、凤凰印象和钱塘印象及浦江绿谷一期等项目已交付，商城房地产公司主要在建的房地产项目主要为浦江绿谷二期，总投资 8.72 亿元，可售面积 11.05 万平方米，已投资 3.24 亿元，预计将在 5 年内全部开发完成。

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。截至 2017 年 9 月末，社投集团的稠江街道第一集聚区一组团工程和义乌市佛堂镇双林集聚区 A 组团工程等项目已经完工，主要在建项目包括产业用房·福田下余区块等，项目总投资 24.21 亿元，截至 2017 年 9 月末已实现投资 15.92 亿元。

除商城房地产公司外，恒风集团下属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 2017 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，预计总投资 5.71 亿元，截至 2017 年 9 月末，该项目已投入资金 6.20 亿元。

公司下属全资子公司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 2017 年 3 月末，该项目已完工。义乌经开公司下属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。目前正在开发锦都豪苑 H 地块项目，总投资 4,250 万元，截至 2017 年 9 月末已投资金额为 3,930 万元。

城投集团下属中福置业，拥有国家房地产开发暂定三级资质，截至 2017 年 9 月末，中福置业开发的福田银座 AB 座项目已经完工，中福置业主要在建项目为中福广场项目，总投资 32.00 亿元，可售面积 43.85 万平方米，截至 2017 年 9 月末，已投资金额 20.78 亿元。

截至 2017 年 9 月末，公司主要在建房地产开发项目总投资 71.07 亿元，已投资 46.52 亿元。2017 年 10~12 月、2018 年及 2019 年，公司主要在建房地产开发项目分别计划投资 2.82 亿元、9.01 亿元和 7.69 亿元，近两年投资规模较大。

表 7：截至 2017 年 9 月末公司主要在建房地产开发项目情况（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	浦江绿谷二期	住宅、商业	2016.12	87,218	32,377	自筹	11.05	未售
神州置业	印象徽州	住宅、商业	2003.11	57,100	62,017	自筹	14.40	70.00%
中福置业	中福广场	写字楼	2014.9	320,000	207,752	自筹	43.85	未开盘
锦都房地产	锦都豪苑 H 地块	住宅	2016.4	4,250	3,930	自筹	0.98	未开盘
社投集团	产业用房·福田下余区块	商服	2014.8	96,000	54,450	自筹	14.20	未开盘
社投集团	产业用房·稠江前仓区块	工业	2014.8	47,900	44,285	自筹	21.20	未开盘
社投集团	产业用房·廿三里钱塘山背地块	工业	2014.12	31,000	27,994	自筹	13.25	未开盘
社投集团	产业用房·佛堂盘塘双峰路北 D 地块	工业	2015.6	12,500	11,919	自筹	6.59	未开盘
社投集团	产业用房·城西香溪 A 地块	商服	2014.12	15,701	10,703	自筹	3.16	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	9,808	自筹	8.32	未开盘
合计	-	-	-	710,669	465,235	--	137.00	--

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

表 8：公司主要在建房地产开发项目投资计划（万元）

项目	总投资	已投资	投资计划			
			2017.10~12	2018	2019	2020
浦江绿谷二期	87,218	32,377	4,500	32,500	17,841	-
印象徽州	57,100	62,017	1,000	7,000	3,000	-
中福广场	320,000	207,752	9,300	30,000	30,000	40,000
锦都豪苑 H 地块	4,250	3,930	320	-	-	-
产业用房·福田下余区块	96,000	54,450	5,550	8,000	14,000	14,000
产业用房·稠江前仓区块	47,900	44,285	3,615	-	-	-
产业用房·廿三里钱塘山背地块	31,000	27,994	3,006	-	-	-
产业用房·佛堂盘塘双峰路北 D 地块	12,500	11,919	581	-	-	-

产业用房·城西香溪 A 地块	15,701	10,703	297	2,600	2,101	-
义乌后宅街道第一集聚区 A 地块工程	39,000	9,808	-	10,000	10,000	9,192
合计	710,669	465,235	28,169	90,100	76,942	63,192

注：总投资金额为项目计划投资，实际投资总额可能超过总投资金额。
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。

棚户区改造（城市有机更新）业务

2016 年，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，通过安置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，义乌市开展了多个区块棚户区改造（城市有机更新）项目建设，公司下属社投集团和城投集团承担了义乌市棚户区改造（城市有机更新）项目建设任务。

截至 2017 年 9 月末，公司棚户区改造（城市有机更新）项目共 5 个，项目总投资 210.57 亿元，已投资 105.41 亿元，均与义乌市城市管理委员会签订政府购买服务协议，协议期限为 25 年或 21 年，建设期届满或公司完成项目建设内容后，经义乌市城市管理委员会验收合格后，由财政性资金按计划每年支付公司协议价款。

表 9：截至 2017 年 9 月末，公司棚户区改造（城市有机更新）项目概况（亿元）

项目名称	建设内容	协议期限	总投资	项目资本金	合同总价款	已投资	资金来源
义乌市仓后 01 地块、湖大塘 01、02 地块、向阳上片西区棚户区（城中村）安置项目	新建安置房总用地面积 99,268.59 平方米，总建筑面积 388,678.56 平方米，安置套数 1,814 套	25 年（2017 年 7 月~2042 年 7 月），其中建设期 3 年，回报期 22 年。	64.47	13.47	92.58	17.88	启动资金由财政拨付，其它资金由公司先行垫付，建设期满后由财政资金按计划拨付各年协议价款。
义乌市稠城街道市场区块前大路片区旧城区棚户区改造项目	房屋征收和安置补偿补助两部分，主要有货币补偿和货币凭证补偿方式。	25 年，其中建设期 1 年。	13.31	2.81	26.13	0.06	项目资本金由公司自筹，其他来自银行贷款；协议价款来自财政性资金。
义乌市稠城街道市场区块桥西街片区旧城区棚户区改造项目	房屋征收和安置补偿补助两部分，主要有货币补偿、货币凭证补偿和房屋产权调换方式。	25 年，其中建设期 1 年。	19.85	4.15	37.85	--	项目资本金由公司自筹，其他来自银行贷款；协议价款来自财政性资金。
义乌市稠城街道市场区块市场路片区旧城区棚户区改造项目	房屋征收和安置补偿补助两部分，主要有货币补偿和房屋产权调换方式。	25 年，其中建设期 1 年。	16.62	3.42	31.93	--	项目资本金由公司自筹，其他来自银行贷款；协议价款来自财政性资金。
义乌市稠城街道向阳下片区块城中村改建国有土地上房屋征收项目	货币化安置和货币化安置凭证、以及产权调换安置	21 年	96.32	--	125.13	87.47	银行贷款和资本金投入；合同价款资金来源于义乌市政府财政性资金
合计	--	--	210.57	--	313.62	105.41	--

注：1、项目总投资包括项目资本金；2、除义乌市稠城街道向阳下片区块城中村改建国有土地上房屋征收项目的运营主体为城投集团外，其余项目运营主体为社投集团。

资料来源：公司提供

总体来看，公司棚户区改造（城市有机更新）

项目整体投资规模较大，公司未来面临较大的投资

压力，但公司棚户区改造（城市有机更新）项目均签订了政府购买服务协议，且协议价款资金来源于财政性资金，为公司的回款提供了有力的保障。

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”，公司持有恒风交运 61.81% 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。2014~2016 年和 2017 年 1~9 月，公司交通客运板块形成的营业收入分别为 6.85 亿元、5.52 亿元、4.42 亿元和 2.78 亿元。受私家车、高铁等其他交通工具兴起和普及，市场竞争不断加剧的影响，公司的城乡公交及长途客运客流量均有所减少，交通运输业务收入持续下降。

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 2017 年 9 月末，恒风交运拥有城区客运班线及城乡客运班线共 174 条，线路总长度 2,658 公里，总车辆数 1,238 辆。2016 年公司公交业务客运量 14,672 万人次，获得政府补贴 25,776 万元。2016 年及 2017 年 1~9 月，公司城乡公交业务分别产生收入 1.41 亿元和 1.00 亿元。

表 10：2014 年~2017 年 9 月公司城乡公交业务经营状况

业务指标	2014	2015	2016	2017.9
车辆数（辆）	1,064	1,150	1,291	1,238
公交线路（条）	139	158	160	174
线路长度（公里）	1,390	2,327	2,491	2,658
客运量（万人次）	17,705	17,024	14,672	10,251
行驶里程（万公里）	6,320	6,647	6,922	5,442
政府补贴（万元）	12,637	23,281	25,776	26,206
车辆购置支出（万元）	3,283	4,032	11,337	2,473

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、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 2017 年 9 月末，公司拥有营运出租车 387 辆，在义乌市出租车

市场份额中约占 26.41% 左右，具有较高的行业地位。2014~2016 年和 2017 年 1~9 月，出租客运业务分别产生收入 0.31 亿元、0.41 亿元、0.10 亿元和 0.24 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 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 2017 年 9 月末，长途客运公司共有营运线路 128 条，营运车辆 173 辆；其中责任制考核线路 110 条，责任制考核车辆 117 辆。2014~2016 年和 2017 年 1~9 月公司长途客运分别实现收入 3.19 亿元、2.61 亿元、2.00 亿元和 0.94 亿元。

公司客运场站经营业务主要由恒风交运负责运营，截至 2017 年 9 月末，公司拥有 3 个正在运营的客运场站，分别为国际商贸城长途客运中心、南方客运站和站前站，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，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；机场客运站由于班车停班，已取消；佛堂客运站因客流持续下降，已取消。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。2016 年及 2017 年 1~9 月，公司客运场站客运周转量分别为 54,746.93 万人公里和 38,419.97 万人公里。2014~2016 年和 2017 年 1~9 月，客运场站经营业务分别产生收入 0.58 亿元、0.54 亿元、0.40 亿元和 0.24 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等负责经营，收入规模较小。

此外，交投集团在建义乌至东阳高速公路项目（原名为义乌疏港高速公路项目），系浙江省重点工程，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 21.59 公里，设计时速 100km/h。义乌至东阳高速公路建成后不但具有义乌港的集疏运功能，也是沪昆（杭金衢）与甬金两条高速公路的联络线，有利于

缓解义乌城区及相关国道、省道交通压力，对构筑浙中城市群、增强义乌对外经济辐射具有重要意义。义乌至东阳高速公路项目总投资 56.11 亿元，截至 2017 年 9 月末已投资 36.40 亿元，计划于 2017 年末主线通车，公司预计未来将获得车辆通行费收入。

总体来看，公司的交通运输业务经营范围较广，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，同时，随着义乌至东阳高速公路通车，公司未来将获得车辆通行费收入。但中诚信国际也关注到，目前交通运输业务的盈利能力较低，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，组建成集供水业务、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。

供水业务方面，水务集团通过各水厂之间管网互联，基本形成了以主城区为核心，覆盖城西区块，并逐步向城北区块辐射的供水网络格局。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主城区、城西及城北区域。同时，为提高供水能力，满足义乌市生活、生产用水需要，公司正在筹建江东水厂，江东水厂位于义乌市环城南路南侧，青口调节水池西侧，规划供水能力达 18 万吨/日，总投资 2.59 亿元，建设期为 2 年，目前江东水厂建筑安装工程已基本完工，已调试完成并具备供水条件。公司的供水用户特征与义乌市经济特征基本一致，以居民用水及经营性用水为主。2016 年实现供水量 12,851 万吨，售水量 10,991 万吨。2017 年 1~9 月实现供水量 10,165 万吨，售水量 8,699 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，截至 2017 年 9 月末，公司投入运营的污水处理厂有 9 座，日处理能力达 48 万吨，日处理量达 43.5 万吨，已基本处于满负荷运营状态。为提高污水处理能力，

公司 2016 年 6 月新建投入使用赤岸污水处理厂，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，截至 2017 年 9 月末，已投资 3.03 亿元。

此外，为从源头治理义乌江水域污染，保障市区供水能力，水务集团在建议义乌江环境综合治理工程，该项目为总投资 18.78 亿元，其中资本金 3.78 亿元，项目建设工期为 24 个月，计划于 2018 年 12 月完工。截至 2017 年 9 月末，已投资 4.15 亿元。

2014~2016 年和 2017 年 1~9 月，公司水务板块分别实现收入 4.77 亿元、4.70 亿元、5.16 亿元和 4.28 亿元。

总体来看，公司水务业务涵盖供水和污水处理，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，陆港集团是中国物流与采购联合会评定的中国物流企业最高级别的 5A 物流企业，是交通部道路货运二级资质企业，其物流场站被国家交通运输部和浙江省政府共同确定为重点扶持物流园区。公司主要经营资产为江东货运市场、江北下朱货运场和大陈联托运市场等物流场站，其中大陈联托运市场主要业务为仓库出租。

为推进浙江省港口一体化工作，根据公司与陆港集团、义乌市国资委和浙江义乌港有限公司签订的《国有资产划转移交协议书》，由陆港集团将义乌港一期、二期相关资产负债划转给义乌市国资委后，由义乌市国资委指定陆港集团于 2017 年 4 月 1 日移交给浙江义乌港有限公司。截至 2017 年 3 月末，义乌港一期、二期总资产 15.76 亿元，总负债 3.14 亿元，所有者权益合计 12.61 亿元。义乌国际物流中心是系义乌港一期、二期的前身，亦随之划出。

江东货运市场占地面积 94,078.10 平方米，仓

储面积是 36,394.62 平方米，最近三年平均货运量为 25.94 万吨。江北大朱货运市场占地面积 133,330.00 平方米，仓储面积为 14,369.40 平方米，最近三年平均货运量为 20.20 万吨。

截至 2017 年 9 月末，陆港集团在建物流站场 2 个，其中，义乌市国内公路港物流中心总投资为 28.21 亿元，已投资为 5.83 亿元，义新欧铁路物流中心总投资为 20.30 亿元，已投资为 1.53 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，正在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，截至 2017 年 9 月末，已投资 9.68 亿元。项目分两期进行，其中一期已建成，占地面积 99.89 亩，总建筑面积为 29.17 万平米，概算投资 12.80 亿元，已建成商务楼、服务型公寓、综合楼、数据中心大楼等。

总体来看，义乌内陆口岸场站划转事项，将对公司的仓储物流的营运能力产生一定影响，但公司其他货运市场仍将继续承担仓储物流的职能，并且随着未来在建物流场站的完工，公司仓储物流业务将迎来新的增长。中诚信国际同时关注到，公司仓储物流板块在建项目投资规模较大，将给公司带来一定资金压力。

基础设施建设业务

公司基础设施建设板块²主要由城投集团、交投集团和陆港集团负责经营。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司分别实现基础设施建设收入 4.55 亿元、4.51 亿元、3.49 亿元和 0.30 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，根据 2011 年，义乌资产（城投集团前身）与义乌市财政局签订的《土地整理开发及基础配套设施项目委托协议》，在项目完工后，由义乌市财政局选择时间进行回购，或者按完工进度分年度进行回购，项目回购价款按完工成本或进度成本加成 11% 确定，回购

时将由义乌市财政局以委托开发建设项目结算通知的方式确定，后续义乌市范围内新增项目参照执行。

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。

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，以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，建设资金主要来源为银行贷款和企业拆借。

截至 2017 年 9 月末，公司已完工基础设施建设项目主要为中心血站、宗泽小学、稠江三小、上溪二小、佛堂二小、人力资源市场、义乌市保障性住房江东地块等；同期，公司主要在建基础设施建设项目有 45 项，项目总投资为 283.07 亿元，已投资为 136.00 亿元。由于历史原因，公司部分项目已完工但尚未回购，未来义乌市财政局将安排市场化补偿机制予以回购。中诚信国际将密切关注公司基础设施建设项目的回款情况。

² 公司下属各从事基础设施建设业务的子公司确认收入的方式不尽相同，故政府每年回购资金和当年基础设施建设业务收入存在差异。

表 11：截至 2017 年 9 月末，公司主要在建基础设施建设项目情况（亿元）

序号	项目名称	项目总 投资	已投资 金额	资金来源	回购情况说明
1	阳光大道立交化改造提档工程	16.22	2.02	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
2	立体停车场项目	14.89	0.29	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
3	金融商务区块一期（地下空间）市政 设施工程	11.42	4.10	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
4	03 省道（宗泽路-环城北路）地下管廊 工程	8.81	0.67	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
5	交通治堵工程-宗泽路延伸工程	3.61	0.96	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
6	03 省道两侧区域道路及河道改造工程	6.42	0.04	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
7	金融商务区块二期（北区）市政设施 工程	4.43	0.27	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
8	博物馆新馆、美术馆项目	6.31	2.66	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
9	妇幼保健院迁建工程	5.32	2.09	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
10	37 省道义乌青口至苏溪段改建工程	7.49	6.15	自筹	收到回购款 5,000 万元
11	义乌至武义公路（义乌段）	14.36	12.50	自筹	收到回购款 23,000 万元
12	义乌至兰溪公路工程	9.80	8.13	自筹	收到回购款 12,000 万元
13	临安至缙云公路义乌城西至佛堂段 （疏港快速路）	19.64	13.18	自筹	收到回购款 6,000 万元
14	阳光大道与 37 省道连接线工程	0.35	0.16	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
15	阳光大道与苏八公路连接线工程	1.22	0.88	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
16	义乌市上溪桃花坞隧道工程	1.35	0.95	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
17	八楂公路至 37 省道复线连接线工程	0.93	0.87	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
18	37 省道义乌至诸暨段复线工程（义乌 段）	11.47	11.41	自筹	收到回购款 21,700 万元
19	37 省道东阳李宅至义乌青岩刘改建工 程	15.80	8.64	自筹	收到回购款 22,000 万元
20	东河至萧皇塘	11.29	4.11	自筹	收到回购款 15,000 万元
21	03 省道改建工程（二期）	30.38	4.29	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
22	铁路综合枢纽	15.49	6.87	自筹	收到回购款 20,000 万元
23	义乌市阳光大道与苏八公路连接线工 程	1.28	0.88	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
24	临安至缙云公路佛堂互通立交工程 （甬金高速公路佛堂互通）	4.25	2.51	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
25	03 省道改建工程（一期）	19.60	19.60	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
26	S210、阳光大道、S103 入城口绿化提 档改造工程	0.48	0.47	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
27	义乌市入城口绿化提档改造工程(环 城路)	0.21	0.21	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
28	美丽乡村精品公路绿化提档工程(八 楂路)	0.34	0.22	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划
29	美丽乡村精品公路绿化提档工程（鸽	0.24	0.14	自筹	目前无回购款，暂未安排回购计划

白线)

30	义乌市入城口绿化提档改造工程(杭金衢高速公路上溪出口、甬金高速公路义亭出口)	0.22	0.22	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
31	五洲大道(佛堂至孝顺)延伸工程	0.41	0.29	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
32	欧洲风情街	3.02	2.01	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
33	义乌国际生产资料市场配套道路工程(一期)	8.69	5.40	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
34	国际生产资料市场支路工程(开创路以东)	3.13	1.74	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
35	国际生产资料市场开创路东侧、雪峰西路南侧道路工程	1.62	0.44	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
36	国际生产资料市场开创路西侧、雪峰路西路北侧道路	2.11	0.41	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
37	义乌国际生产资料市场雪峰以北综合管廊工程	1.15	0.26	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
38	义乌杨村溪改造工程	1.02	0.33	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
39	集聚区富港大道(西城路-03省道)工程	3.32	0.83	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
40	内陆口岸场站二期配套工程(指挥部)	1.72	1.59	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
41	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)	2.18	1.31	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
42	义乌机场航空口岸配套设施工程	2.00	2.39	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
43	义乌市飞行区改造工程	5.00	2.96	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
44	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)	1.33	0.52	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
45	国际陆港物流园区-电商仓储区配套道路一期工程	2.75	0.03	自筹	目前无回购款, 暂未安排回购计划
合计	--	283.07	136.00	-	-

注: 1、以上回购方案可能会根据实际情况调整; 2、截至 2017 年 9 月末, 03 省道改建工程(二期)项目尚未收到竣工备案书, 故仍列做在建项目。
资料来源: 公司提供

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, 城投集团在建项目较多, 投资规模较大, 将给公司带来较大投资压力, 且部分项目暂未安排回购计划, 存在一定的不确定性, 中诚信国际将密切关注公司基础设施建设项目的回款情况。

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 2017 年 9 月末, 公司拥有一级子公司 21 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，由义乌市国资委行使股东职权。公司实行在董事会领导下的总经理负责制。公司设立义乌市国资党组织。

公司设董事会，义乌市国资委可授权公司董事会行使部分股东职权。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、副董事长任期三年，任期届满可连任。公司董事会负责企业的重大决策，董事会讨论决定公司重大问题时，应事先听取党组织意见，董事会根据党组织研究讨论意见作出决定。

公司设总经理、副总经理，总经理助理，必要时可以根据需要设立总经济师、总会计师。总经理、副总经理、总经理助理等组成公司经营班子。公司经营班子人选由公司董事会按程序聘任或解聘。公司经营班子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。公司总经理对董事会负责。

公司设立监事会，由 5 人组成。监事由义乌市国资委委派或更换，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、财务部门负责人不得兼任监事。监事会主席由出资人在监事中指定或罢免。

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

以下分析基于公司提供的经亚太(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2014~2016年审计报告及公司提供的未经审计的2017年前三季度财务报表。公司各期财务报表均采用新会计准则编制。

中诚信国际根据亚太(集团)会计师事务所发布的《关于义乌市国有资本运营有限公司2016年前期会计差错更正的专项说明》及公司提供的未经审计的更正的2014~2015年合并口径财务报表,对公司2014~2015年的合并口径财务数据进行了调整。

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,2014~2016年末,总资产分别为620.83亿元、786.99亿元及983.93亿元,年均复合增长率为25.89%。截至2017年9月末,公司总资产已达1,179.70亿元。

从资产结构来看,截至2017年9月末,公司流动资产占总资产的比重为57.42%,是公司总资产的重要组成部分,2014~2016年末,公司流动资产分别为303.69亿元、396.82亿元和522.47亿元,呈上升趋势,主要包括存货、货币资金和其他应收款。2014~2016年末,随着公司项目建设的不断推进,公司存货快速增长,分别为217.26亿元、259.57亿元和334.06亿元。公司存货主要由开发成本、库存商品和开发产品构成,主要系市场集团、城投集

团和社投集团开发建设的项目。2014~2016年末,公司货币资金分别为58.86亿元、72.96亿元和89.30亿元,截至2016年末,账面价值3.89亿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。2014~2016年末,公司其他应收款分别为18.30亿元、37.53亿元和64.44亿元,其中截至2016年末,其他应收款主要系为公司委托浙江省浙商资产管理有限公司收购伟海拉链债权的债权处置款13.26亿元以及湖大塘区块征收项目应收政府机关款项,债权处置款方面,由伟海拉链银行债务抵押的土地房产公开处置收益来弥补,如果无法弥补,差额部分将由义乌市国资委补足。截至2017年9月末,公司流动资产增至677.35亿元,较2016年末大幅增加154.87亿元,其中,货币资金增加59.65亿元至148.95亿元,主要系公司长短期借款规模增加所致;存货增加100.26亿元至434.32亿元,主要系公司房地产项目及基础设施建设项目的投入增加;其他应收款增加11.03亿元至75.46亿元。

2014~2016年及2017年9月末,公司非流动资产分别为317.14亿元、390.17亿元、461.46亿元和502.35亿元,占总资产比例分别为51.08%、49.58%、46.90%和42.58%,逐年下降。非流动资产主要包括固定资产、在建工程、无形资产和可供出售金融资产。2014~2016年末,公司固定资产分别为127.79亿元、153.17亿元和179.08亿元,呈上升趋势,主要系公司房屋建筑物、机器设备、管网和运输工具等资产不断增加所致。公司在建工程快速增加,2014~2016年末,公司在建工程分别为57.17亿元、98.40亿元和105.64亿元。公司在建工程于2014年以来增速较快,主要系对疏港高速、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。无形资产由土地使用权、横锦水库水权、软件以及线路使用权等构成,2014~2016年末,无形资产逐年上升,分别为55.58亿元、59.67亿元和65.74亿元,无形资产的增长主要由于土地使用权的增长所致。2014~2016年末,公司可供出售金融资产分别为16.68亿元、23.55亿元和43.06亿元,可供出售金融资产的增长主要系公司对外投资增

加, 2016 年增加的主要投资包括商城集团以联合摄制的方式参与投资拍摄电视剧《鸡毛飞上天》, 子公司浙江义乌工业园区开发有限公司投资义乌和谐芯光股权投资合伙企业(有限合伙), 子公司义乌市金融控股有限公司投资和谐成长二期(义乌)投资中心(有限合伙)、无锡联创人工智能投资企业(有限合伙)和无锡哲方哈工智能机器人投资企业(有限合伙)等。此外, 2016 年末, 公司长期股权投资为 25.05 亿元, 其中当年计提减值准备 2.75 亿元, 主要系对南昌欧风置业有限公司(以下简称“欧风置业”)³计提的减值准备。截至 2017 年 9 月末, 公司固定资产、在建工程、无形资产和可供出售金融资产分别为 175.43 亿元、135.80 亿元、61.72 亿元和 66.84 亿元, 其中可供出售金融资产较 2016 年末增加 23.77 亿元, 主要系对义乌和谐明芯股份投资合伙企业(有限合伙)新增投资 12.50 亿元, 对义乌小商品城阜兴投资中心(有限合伙)、义乌商阜创智投资中心(有限合伙)新增投资 7.20 亿元, 对义乌奇光股权投资合伙企业(有限合伙)新增投资 2.00 亿元等所致, 同期, 随着公司项目投入增加, 在建工程较 2016 年末大幅增加 30.16 亿元。

从负债构成来看, 2014~2016 年末, 公司总负债呈快速增长趋势, 分别为 354.23 亿元、498.31 亿元和 662.35 亿元, 年均复合增长率为 36.74%, 高于总资产年均复合增长率。截至 2017 年 9 月末, 公司总负债增至 854.19 亿元。公司负债主要由流动负债构成, 但占比呈逐年下降趋势, 2014~2016 年末, 流动负债分别为 255.60 亿元、314.03 亿元和 374.93 亿元, 占总负债比例分别为 72.16%、63.02% 和 56.61%。流动负债主要由预收款项、短期借款和其他应付款⁴构成。2014~2016 年末, 公司预收款项分别为 71.91 亿元、123.32 亿元和 114.30 亿元, 主要系商城集团预收的商位使用费和预收的购房款。

³ 欧风置业的原股东为江西康庄投资控股(集团)有限公司(以下简称“康庄集团”), 商城集团子公司商城房产受让康庄集团持有的欧风置业 70% 股权。因欧风置业为原股东康庄集团及其关联方提供连带责任担保而涉及重大未决诉讼, 欧风置业管理层已于 2016 年在财务报表中考虑这些重大未决诉讼事项的影响, 并进行了拨备。为了控制风险并妥善处理欧风置业的债务担保纠纷, 商城房产与康庄集团商定至债务担保纠纷解决之前, 欧风置业的一切活动经双方一致同意后才能做出决定; 因此, 于 2016 年商城房产与康庄集团共同控制欧风置业, 为合营企业, 故不将其纳入合并财务报表范围。

⁴ 其他应付款为中诚信国际调整后口径。

2014~2016 年末, 公司短期借款分别为 48.10 亿元、49.39 亿元和 73.60 亿元, 2016 年末短期借款较 2015 年末增加 24.22 亿元。2014~2016 年末, 公司其他应付款分别为 55.16 亿元、73.53 亿元和 58.35 亿元, 主要包括代扣代缴款及押金保证金、政府机关款项、往来款和售房预约金等。此外, 截至 2016 年末, 公司应付短期融资券 70.96 亿元, 中诚信国际将其调整入交易性金融负债⁵。截至 2017 年 9 月末, 预收款项较 2016 年末大幅减少 57.12 亿元至 57.18 亿元, 主要系商城集团钱塘印象、荷塘月色、凤凰印象、浦江绿谷一期等楼盘交付结转致预收售房款减少所致; 同期, 交易性金融负债增加 28.53 亿元至 107.47 亿元, 主要系公司于 2017 年前三季度发行 17 义乌国资 SCP001、17 义乌国资 SCP002 及 17 义乌国资 CP001 融资所致; 同期, 短期借款增加 81.35 亿元至 154.96 亿元, 主要系公司业务规模扩张, 通过短期借款补充流动资金所致; 同期, 其他应付款较 2016 年末减少 2.72 亿元至 55.63 亿元。

2014~2016 年末, 公司非流动负债分别为 98.63 亿元、184.28 亿元和 287.42 亿元, 占总负债比例分别为 27.84%、36.98% 和 43.39%。公司非流动负债主要由长期借款⁶和应付债券构成。2014~2016 年末, 公司长期借款分别为 56.67 亿元、100.73 亿元和 156.64 亿元, 由于公司资金需求增加, 近两年长期借款增加迅速。2014~2016 年末, 公司应付债券分别为 28.94 亿元、72.55 亿元和 94.54 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, 2016 年公司及其下属子公司发行 7 亿元项目收益债券、10 亿元长期票据和 15 亿元中期票据, 致使应付债券继续增加。此外, 2014~2016 年末, 公司专项应付款分别为 0.79 亿元、2.51 亿元和 5.98 亿元, 主要系主要为产业基金、城镇保障性安居工程项目补助和应付集聚项目补贴款等, 2016 年末专项应付款增加主要系应付集聚项目补贴款、应付陆港工程项目款增加较多所致。截至 2017 年 9 月末, 公司非流

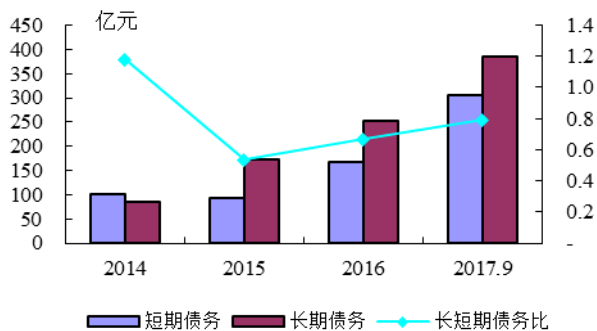
⁵ 为准确反映公司实际债务情况, 中诚信国际将合并口径各年度财务报表其他流动负债和其他应付款科目中的带息负债调入交易性金融负债科目。

⁶ 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。

动负债增加 116.76 亿元至 404.19 亿元，主要由于长期借款进一步增加推升公司负债规模，截至 2017 年 9 月末，公司长期借款和应付债券分别为 293.58 亿元和 91.63 亿元，此外，专项应付款增加 5.17 亿元至 11.15 亿元，主要系交投集团收到铁路枢纽财政拨付资金及义乌经开公司收到年年红地块补偿款所致。

从债务情况来看，2014 年以来，公司总债务总体呈上升趋势，由 2014 年末的 186.41 亿元上升至 2017 年 9 月末的 689.67 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。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，2014~2016 年及 2017 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.18 倍、0.54 倍、0.67 倍和 0.79 倍，其中 2017 年 9 月末，公司短期债务占比有所增加。

图 4: 2014~2016 年及 2017 年 9 月末公司债务结构分析



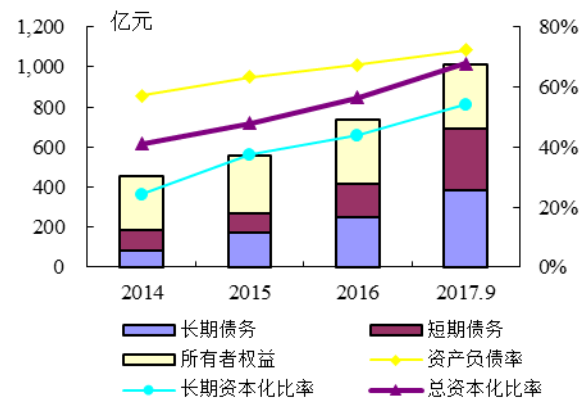
资料来源：中诚信国际根据公司财报整理

从所有者权益来看，2014~2016 年末，公司所有者权益合计分别为 266.59 亿元、288.68 亿元和 321.58 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 2014 年末的 0.40 亿元增加至 2015 年末的 16.80 亿元，截至 2017 年 9 月末，公司实收资本无变化。截至 2016 年末，公司资本公积 197.97 亿元，较 2015 年末增加 7.90 亿

元，主要是公司本部以及义乌市金融控股有限公司、浙江义乌工业园区开发有限公司、城投集团、水务集团和交投集团等子公司的资本公积增加所致。其中，公司本部以及义乌市金融控股有限公司资本公积增加主要系公司改制，浙江义乌工业园区开发有限公司接收浙江义乌工业园区管理委员会移交项目增加资本公积 0.34 亿元，城投集团收到财政项目资本金增加资本公积 0.01 亿元，水务集团收到财政投入增加资本公积 1.81 亿元，交投集团收到财政项目资本金增加资本公积 5.17 亿元。此外，2016 年，公司发行永续中票募得资金扣除发行费用致使其他权益工具增加 16.97 亿元。截至 2017 年 9 月末，公司所有者权益合计 325.51 亿元，较 2016 年末增加 3.93 亿元，其中，其他权益工具较 2016 年末增加 7.96 亿元，主要系公司 2017 年 7 月发行面值为 8 亿元的绿色永续中期票据，资本公积较 2016 年末减少 10.94 亿元，主要系陆港集团义乌港一期、二期资产划出。

2014~2016 年及 2017 年 9 月末，公司资产负债率持续上升，分别为 57.06%、63.32%、67.32%和 72.41%；同期，总资本化比率分别为 41.15%、47.97%、56.56%和 67.94%，2014 年以来，由于公司新增债务较多，公司资产负债率和资本化比率上升明显。2016 年末及 2017 年 9 月末，考虑到公司分别将 16.97 亿元和 24.94 亿元的永续中票计入其他权益工具，公司实际资产负债率分别为 69.04%和 74.52%，实际总资本化率分别为 58.85%和 70.39%。

图 5: 2014~2016 年及 2017 年 9 月末公司资本结构分析



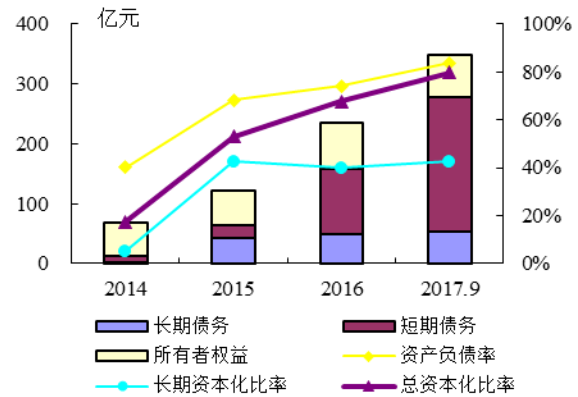
资料来源：中诚信国际根据公司财报整理

母公司方面，2014~2016 年及 2017 年 9 月末，

母公司总资产分别为 93.44 亿元、181.24 亿元、290.21 亿元和 434.27 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 2017 年 9 月末，以上科目分别为 90.76 亿元和 227.19 亿元，占总资产的 20.90% 和 52.32%，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关联方和政府部门的往来款。

2014~2016 年及 2017 年 9 月末，母公司总负债分别为 37.66 亿元、123.75 亿元、214.72 亿元和 363.74 亿元。母公司负债主要由短期借款、交易性金融负债⁷和其他应付款⁸构成，截至 2017 年 9 月末，母公司短期借款为 89.90 亿元，交易性金融负债为 96.00 亿元，主要系应付短期债券，其他应付款为 83.20 亿元，主要系待拨付给下属子公司的市财政回购款和项目资本金，近年来规模较大。2014~2016 年及 2017 年 9 月末，母公司所有者权益合计分别为 55.79 亿元、57.48 亿元、75.49 亿元和 70.53 亿元；其中，2014~2016 年及 2017 年 9 月末，母公司资本公积分别为 55.35 亿元、40.48 亿元、40.99 亿元和 28.70 亿元，其中 2015 年资本公积下降主要系以资本公积转增资本，2017 年 9 月末资本公积下降主要系义乌港一期、二期相关资产负债划转后母公司承接了相应的财政置换债务所致；2014~2015 年末，母公司无其他权益工具，2016 年及 2017 年 9 月末，母公司其他权益工具分别为 16.97 亿元和 24.94 亿元，系永续中期票据。2014~2016 年及 2017 年 9 月末，母公司资产负债率分别为 40.30%、68.28%、73.99% 和 83.76%；同期，总资本化比率分别为 17.53%、52.93%、67.78% 和 79.79%，均呈快速上升趋势，母公司财务杠杆快速增大，偿债压力较大。

图 6：2014-2016 年及 2017 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快速增长，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，母公司财务杠杆快速增大，偿债压力较大。中诚信国际将持续关注公司债务增长情况及偿债压力。

盈利能力

公司业务板块较多，近年来营业收入呈上升趋势。2014~2016 年，公司主营业务收入分别为 65.31 亿元、80.50 亿元和 105.72 亿元。营业收入以市场经营业务收入和房地产开发业务收入为主，2014~2016 年，市场经营业务收入分别为 23.49 亿元、23.76 亿元和 28.69 亿元，主要来自于市场集团和商城集团的租金收入；同期，房地产开发业务收入分别为 7.68 亿元、24.44 亿元和 46.21 亿元，呈快速上升趋势，2016 年房地产开发业务收入增加主要系商城集团的荷塘月色、钱塘印象等项目交付量增加及义乌经开公司的义乌经济开发区 A 组团项目部分交付所致。此外，商品销售收入和交通客运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，2015 年商品销售收入较 2014 年有所下降，受替代交通运输工具普及的影响，交通客运收入有所下降，2014~2016 年商品销售收入分别为 9.55 亿元、7.57 亿元和 7.65 亿元；同期，公司交通客运收入分别为 6.85 亿元、5.52 亿元和 4.42 亿元。2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 118.66 亿元，其中钱塘印象、浦江绿谷一期等项目交付致使房地产开发收入大幅增至 79.26 亿元，带动公司主营业务收入快速增长。

⁷ 交易性金融负债为中诚信国际调整后口径。

⁸ 其他应付款为中诚信国际调整后口径。

从毛利率情况来看，公司主营业务毛利率略有波动，2014~2016年主营业务毛利率分别为33.11%、28.31%和30.11%，2016年主营业务毛利率小幅上升，主要系市场经营业务毛利率上升。近年来，收入占比较大的房地产开发业务毛利率呈下滑趋势，2014~2016年分别为47.01%、30.87%和29.40%。同时，由于经济环境和长途交运受到飞机和高铁普及的影响，公司交通客运收入持续下滑，同期成本不断增加，交通运输业务毛利率持续下降。2014年起，公司水务板块的毛利率不断下降，主要系政府对污水处理的监管标准改变，致使污水处理的成本不断上升。酒店服务板块方面，2015年毛利率较2014年大幅下降，主要系商城宾馆开业，入住率不高，营业收入较少，折旧较大所致。2016年，受宏观经济下行影响，公司酒店服务业务毛利率为负。

此外，2016年，公司基础设施业务毛利率下降主要系当年该板块收入较少，同时资本化利息增加致使成本提升。2017年1~9月，公司主营业务毛利率下降至19.45%，主要系社投集团房地产开发业务盈利能力较弱及商城集团的集中交付的钱塘印象房地产项目于2014年开始预售，2014~2015年受杭州房地产市场低迷影响，预售价格较低，致使房地产开发业务毛利率下降，同时，公司市场经营业务毛利率较2016年小幅回落，交通客运业务毛利率仍呈下降趋势。同期，仓储物流业务毛利率降低主要系公司下属陆港集团将其原有义乌港一期、二期相关资产负债划出，同时义乌国际电子商城一期项目部分完工转入固定资产，折旧增多；同期，水务业务毛利率回升主要系自来水供水量增加以及农村及城镇污水处理费提价所致。

表 12：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司主营业务收入构成及毛利率情况

项目名称	2014		2015		2016		2017.9	
	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	23.49	61.63	23.76	59.87	28.69	66.54	18.30	56.44
商品销售	9.55	2.36	7.57	2.57	7.65	2.35	6.08	2.71
交通客运	6.85	-7.94	5.52	-39.33	4.42	-65.66	2.78	-93.56
仓储物流	1.43	16.65	1.51	19.12	1.67	23.76	0.61	-7.15
水务板块	4.77	24.03	4.70	18.24	5.16	8.00	4.28	14.37
基础设施	4.55	10.79	4.51	10.28	3.49	1.89	0.30	30.59
房地产开发	7.68	47.01	24.44	30.87	46.21	29.40	79.26	17.58
酒店服务	2.85	33.31	3.32	1.59	3.09	-0.19	2.18	-10.91
展览广告	2.11	8.37	2.36	20.65	2.37	20.67	0.67	-22.59
其他	2.03	41.92	2.81	30.12	2.96	17.48	4.19	23.22
合计/综合	65.31	33.11	80.50	28.31	105.72	30.11	118.66	19.45

资料来源：公司财务报告

期间费用方面，2014~2016年及2017年1~9月，公司三费支出分别为19.43亿元、18.49亿元、13.46亿元和12.66亿元；期间费用以管理费用为主，管理费用同期分别为10.20亿元、9.74亿元、8.93亿元和7.07亿元；财务费用方面，公司2016年利息支出资本化较多且利息收入较高，致使2016年财务费用较低，2017年1~9月，公司财务费用为3.75亿元。2014~2016年及2017年1~9月，三费收入占比分别为27.61%、21.58%、12.38%和10.34%，三费收入占比呈下降趋势，三费控制能力有所提高。

表 13：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司期间费用分析

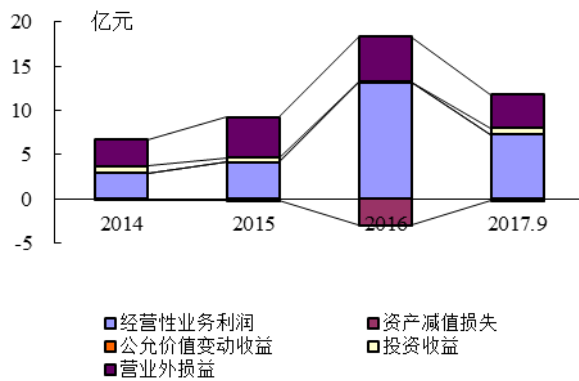
项目名称	2014	2015	2016	2017.9
销售费用（亿元）	2.98	3.25	2.76	1.84
管理费用（亿元）	10.20	9.74	8.93	7.07
财务费用（亿元）	6.25	5.51	1.77	3.75
三费合计（亿元）	19.43	18.49	13.46	12.66
营业总收入（亿元）	70.38	85.68	108.69	122.39
三费收入占比（%）	27.61	21.58	12.38	10.34

资料来源：公司财报

利润总额构成来看，2014~2016年，公司利润总额分别为6.53亿元、9.04亿元和15.43亿元；经营性业务利润分别为2.91亿元、4.13亿元和13.19亿元。三费支出的下降和营业收入的大幅增加，使

得经营性业务利润大幅上升。同时，公司营业外损益也有所上升，使利润总额大幅上升。2014~2016年，公司营业外损益分别为 2.93 亿元、4.56 亿元和 5.11 亿元，其中来自政府补助收入分别为 3.08 亿元、4.73 亿元和 7.51 亿元。2016 年，公司的资产减值损失较 2015 年大幅增加 2.75 亿元至 2.94 亿元，主要系对欧风置业的投资计提的减值准备大幅增加。2017 年 1~9 月，利润总额为 13.33 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 7.27 亿元。

图 7：2014~2016 年及 2017 年 1~9 月利润总额构成分析



资料来源：中诚信国际据公司财报整理

母公司方面，母公司基本无经营性业务，受三费支出影响，业务持续亏损，利润主要来自于下属子公司的投资收益，2014~2016 年以及 2017 年 1~9 月，母公司分别实现利润总额 0.03 亿元、0.02 亿元、0.30 亿元和 -0.58 亿元，其中，投资收益分别为 0.05 亿元、0.11 亿元、0.42 亿元和 0.04 亿元。2017 年 1~9 月，母公司实现营业总收入 0.03 亿元，主要系房租收入。

总体看来，公司营业收入保持增长趋势，2016 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呈下降趋势，三费控制能力有所提高。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

2014~2016 年，公司经营活动净现金流波动较大，分别为 -5.55 亿元、42.95 亿元和 -52.74 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，使得公司经营活动现金流呈大规模净流入

状态。2016 年，公司经营活动净现金流为流出状态，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，同时交投集团退回投标人投标保证金 10.23 亿元，致使公司支付其他与经营活动有关的现金增加，二者共同导致公司经营活动净现金流大幅减少。2017 年 1~9 月，经营活动净现金流缺口大幅扩大至 -139.27 亿元，主要系棚户区改造项目投入安置款以及其他建设项目投资需要所致。公司各期经营活动净现金流波动较大，中诚信国际对此保持关注。

2014~2016 年，公司投资活动现金流一直呈大幅净流出状态且缺口较大，分别为 -49.07 亿元、-84.61 亿元和 -78.15 亿元，主要是近年来公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及投资支付的现金规模较大所致，其中，公司投资支付的现金主要系公司购买理财产品、对外股权投资及基金投资。2016 年，公司支付其他与投资活动有关的现金大幅增加至 36.23 亿元，主要系支付杭州滨江商博房地产开发有限公司和义乌商旅投资发展有限公司财务资助款，购买财政资产及子公司义乌市民间融资服务中心有限公司对外投资增加等。2017 年 1~9 月，投资活动净现金流为 -44.80 亿元。

2014~2016 年，公司筹资活动净现金流分别为 73.14 亿元、52.74 亿元和 147.27 亿元。2014 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。2017 年 1~9 月，公司筹资活动净现金流大幅增至 243.20 亿元，主要系公司 2017 年前三季度加大筹资力度。

表 14:2014 年~2017 年 9 月公司现金流结构分析 (亿元)

项目名称	2014	2015	2016	2017.9
经营活动现金流入	154.56	250.15	173.90	167.81
经营活动现金流出	160.11	207.20	226.64	307.08
经营活动净现金流	-5.55	42.95	-52.74	-139.27
投资活动现金流入	60.83	41.89	63.45	56.80
投资活动现金流出	109.90	126.49	141.60	101.60
投资活动净现金流	-49.07	-84.61	-78.15	-44.80
筹资活动现金流入	201.47	264.09	360.55	481.60
其中：吸收投资	0.55	2.31	5.62	8.02
借款	181.12	194.93	352.01	456.39
发行债券	4.98	62.51	--	16.15
筹资活动现金流出	128.33	211.35	213.28	238.40
其中：偿还债务	110.64	191.51	187.28	219.80

筹资活动净现金流	73.14	52.74	147.27	243.20
现金净增加额	18.52	11.08	16.39	59.13

资料来源：公司财报

总体来看，近年来，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，2014~2016 年，总债务/EBITDA 分别为 7.29 倍、9.11 倍和 11.36 倍。2014~2016 年，EBITDA 利息倍数分别为 3.38 倍、3.27 倍和 2.57 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力尚可，但有所弱化。公司经营活动净现金流波动较大，2014 年、2016 年及 2017 年 1~9 月均为流出状态无法覆盖公司的债务本息，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有所增强，2015 年公司经营活动净现金流利息倍数为 4.81 倍。

表 15: 2014 年~2017 年 9 月公司偿债能力分析

项目名称	2014	2015	2016	2017.9
长期债务（亿元）	85.61	173.28	251.18	385.20
总债务（亿元）	186.41	266.17	418.66	689.67
EBITDA（亿元）	25.57	29.21	36.85	-
经营活动净现金流（亿元）	-5.55	42.95	-52.74	-139.27
总债务/EBITDA (X)	7.29	9.11	11.36	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.38	3.27	2.57	-
总债务/经营活动净现金流(X)	-33.57	6.20	-7.94	-
经营活动净现金流利息倍数(X)	-0.73	4.81	-3.68	-

资料来源：公司财报

到期债务方面，截至 2017 年 9 月末，公司存量债务为 689.67 亿元，其中，根据公司主要债务到期分布情况，2018 年及 2020 年公司将面临到期债务偿还高峰期，2018 年到期债务为 247.26 亿元人民币，2020 年到期债务为 38.42 亿元人民币及 5 亿美元。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 16: 截至 2017 年 9 月末公司主要有息负债到期分布（亿元）

到期年份	2017.10~12	2018	2019	2020	2021 及以后
到期金额	38.00	247.26	31.47	38.42	290.85

注：1、表内为公司主要人民币债务到期分布情况；2、2020 年，公司另有 5 亿美元债务到期；3、表内到期债务分布未考虑分期还本情形。资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月末，公司获得各家银行人民币授信总额为 632.89 亿元，其中已使用授信额度为 391.34 亿元，未使用授信额度为 241.55 亿元。

受限资产方面，截至 2017 年 9 月末，公司受限资产账面价值为 37.46 亿元，占总资产的 3.18%，其中，公司通过房地产和土地等资产抵质押获得银行借款余额为 14.00 亿元，对应受限资产账面价值为 28.68 亿元，商城集团茵梦湖置业部分地块土地使用权等受限，账面价值为 8.78 亿元。此外，公司将向阳下区块城市有机更新项目未来收益权和市场区块城市有机更新项目未来收益权质押获得银行借款余额 66.50 亿元。

对外担保方面，截至 2017 年 9 月末，公司对外担保余额合计为 45.35 亿元，占净资产的 13.93%。其中，公司为义乌市佛堂城市建设集团有限公司的银行借款提供担保余额 5.35 亿元；公司的子公司商城集团对义乌商旅投资发展有限公司提供担保余额 2.87 亿元，对义乌惠商小额贷款有限责任公司提供担保余额 920 万元；根据有关规定，商城集团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 2017 年 9 月末尚未结清的该类担保余额为 32.79 亿元，该担保事项将在房屋产权证办理完毕后解除；此外，公司子公司义乌市农信融资担保有限公司主要从事担保业务，截至 2017 年 9 月末，该公司对外实际提供担保责任总余额为 4.22 亿元。

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 2017 年 12 月 13 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，根据商城集团于 2017 年 12 月 13 日发布的《浙江中国小商品城集团股份有限公司关于控股子公司信用证逾期情况的公告》，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。中诚信国际对该事项的后续进展及其对公司偿债能力的影响保持关注。

评级展望

公司在义乌市国有资产经营方面的突出地位使公司获得政府强有力的支持；同时，义乌市很强的经济及财政实力、公司业务区域垄断性地位和义乌中国小商品城品牌优势以及公司利润规模上升等因素对公司未来的发展产生积极作用。此外，中诚信国际还关注到公司经营活动净现金流波动较大，部分基础设施建设项目回购存在不确定性，资本支出压力较大，债务规模快速上升，偿债压力较大以及房地产开发业务面临的政策和市场风险等因素对公司未来运营和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 2018 年度第一期绿色中期票据”的债项信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于义乌市国有资本运营有限公司 2018 年度第一期绿色中期票据的跟踪评级安排

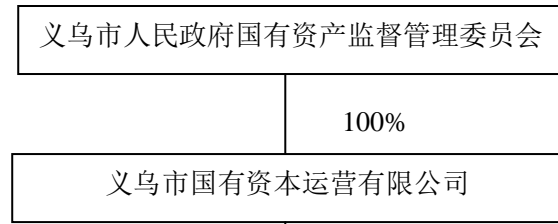
根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在本期票据的存续期内对本期票据每年进行定期跟踪评级或不定期跟踪评级。

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，我公司将就该事项进行实地调查或电话访谈，及时对该事项进行分析，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

2018 年 2 月 7 日

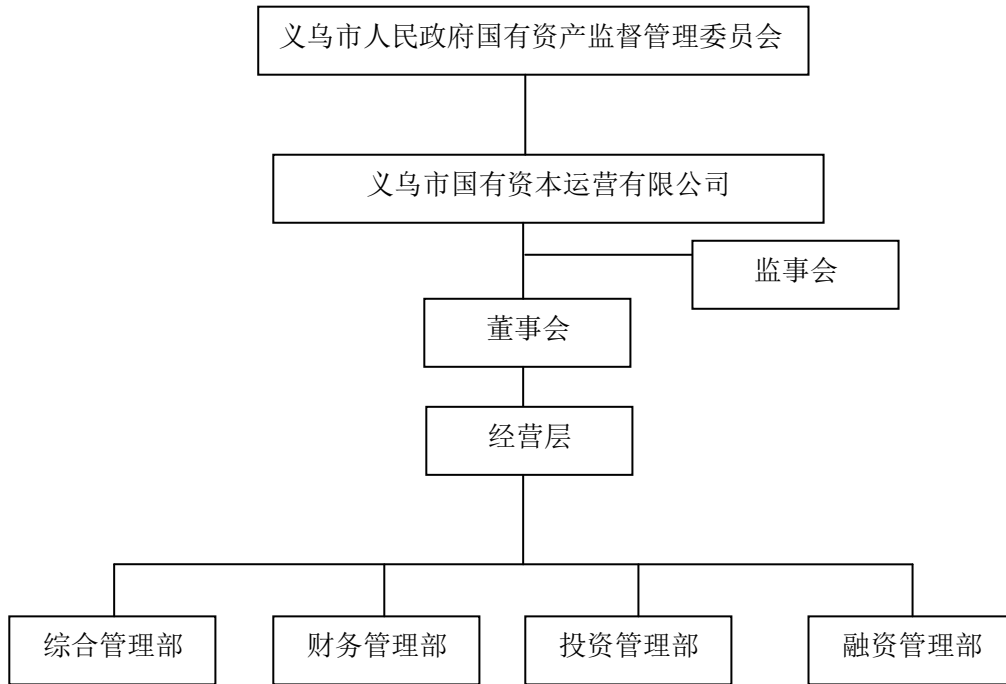
附一：义乌市国有资本运营有限公司股权结构图（截至 2017 年 9 月末）



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	义乌市城市建设投资集团有限公司	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	100.00	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
20	义乌市农信融资担保有限公司	100.00	100,000.00
21	义乌市国有资本运营（香港）有限公司	100.00	2,000.00 万元港币

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 2017 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)	2014	2015	2016	2017.9
货币资金	588,599.76	729,593.50	893,046.58	1,489,516.95
交易性金融资产	614.05	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	25,084.44	15,589.71	17,777.80	14,573.10
其他应收款	183,021.37	375,256.83	644,358.31	754,611.70
存货净额	2,172,556.10	2,595,652.79	3,340,608.10	4,343,173.49
可供出售金融资产	166,755.17	235,511.42	430,625.47	668,354.85
长期股权投资	110,629.79	172,712.13	250,486.18	250,454.26
固定资产	1,277,853.51	1,531,712.12	1,790,824.89	1,754,289.64
在建工程	571,680.98	983,959.37	1,056,371.94	1,357,969.46
无形资产	555,768.74	596,691.28	657,447.93	617,238.81
总资产	6,208,263.97	7,869,899.81	9,839,323.98	11,796,974.81
其他应付款	551,610.08	735,297.06	583,462.07	556,253.75
短期债务	1,008,016.03	928,880.48	1,674,783.17	3,044,712.30
长期债务	856,090.74	1,732,807.73	2,511,800.60	3,852,036.15
总债务	1,864,106.77	2,661,688.21	4,186,583.78	6,896,748.45
净债务	1,275,507.01	1,932,094.71	3,293,537.20	5,407,231.50
总负债	3,542,315.88	4,983,110.80	6,623,530.70	8,541,862.55
财务性利息支出	70,458.77	67,195.13	70,534.97	--
资本化利息支出	5,265.16	22,158.44	72,869.05	--
实收资本	4,000.00	168,000.00	168,000.00	168,000.00
少数股东权益	507,675.99	520,468.97	548,470.84	602,432.56
所有者权益合计	2,665,948.09	2,886,789.00	3,215,793.28	3,255,112.26
营业总收入	703,842.80	856,802.31	1,086,863.10	1,223,903.78
三费前利润	223,397.43	226,253.33	266,433.36	199,299.99
营业利润	36,037.44	44,857.80	103,171.48	95,145.95
投资收益	8,332.37	5,436.49	765.44	7,193.00
营业外收入	33,520.10	50,432.25	80,343.00	41,098.04
净利润	43,533.89	56,590.85	111,025.29	73,225.10
EBIT	135,807.16	157,623.13	224,848.95	--
EBITDA	255,673.11	292,089.16	368,531.09	--
销售商品、提供劳务收到的现金	776,934.70	1,384,450.00	878,529.64	673,689.33
收到其他与经营活动有关的现金	752,960.56	1,100,752.64	846,934.23	975,623.51
购买商品、接受劳务支付的现金	749,953.59	787,972.84	1,241,699.29	1,671,745.64
支付其他与经营活动有关的现金	632,721.26	1,004,956.63	704,374.82	1,157,234.54
吸收投资收到的现金	5,525.00	23,141.66	56,247.82	80,225.00
资本支出	340,844.86	710,890.27	451,919.25	340,175.39
经营活动产生现金净流量	-55,520.72	429,454.07	-527,359.81	-1,392,742.82
投资活动产生现金净流量	-490,667.30	-846,059.27	-781,457.68	-448,025.32
筹资活动产生现金净流量	731,403.72	527,389.49	1,472,683.14	2,432,030.47
财务指标	2014	2015	2016	2017.9
营业毛利率(%)	37.41	31.74	31.03	21.44
三费收入比(%)	27.61	21.58	12.38	10.34
总资产收益率(%)	2.54	2.24	2.54	--
流动比率(X)	1.19	1.26	1.39	1.51
速动比率(X)	0.34	0.44	0.50	0.54
资产负债率(%)	57.06	63.32	67.32	72.41
总资本化比率(%)	41.15	47.97	56.56	67.94
长短期债务比(X)	1.18	0.54	0.67	0.79
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.03	0.16	-0.13	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.06	0.46	-0.31	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	-0.73	4.81	-3.68	--
总债务/EBITDA(X)	7.29	9.11	11.36	--
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.31	0.22	--
货币资金/短期债务(X)	0.58	0.79	0.53	0.49
EBITDA 利息倍数(X)	3.38	3.27	2.57	--

注：1.所有财务报表均按照新会计准则编制；2. 2017 年前三季度财务报表未经审计，且未提供现金流量表补充资料及合并口径资本化和财务性利息支出，故相关指标失效；3.中诚信国际根据亚太（集团）会计师事务所的《关于义乌市国有资本运营有限公司 2016 年前期会计差错更正的专项说明》及公司提供的未经审计的 2014~2015 年合并口径财务报表对 2014~2015 年的合并口径财务数据进行了调整；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、其他应付款和长期应付款中带息借款调入相关科目。

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)	2014	2015	2016	2017.9
货币资金	30,272.09	173,926.72	308,153.28	601,857.53
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	264,366.94	551,636.14	1,243,562.21	2,271,918.33
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	47,161.14	64,582.14	66,982.14	190,411.14
长期股权投资	592,567.68	772,049.62	909,036.82	907,566.82
固定资产	14.88	250,075.88	246,534.64	370,874.41
在建工程	59.69	89.13	89.93	89.93
无形资产	0.00	0.00	0.00	0.00
总资产	934,442.42	1,812,359.63	2,902,142.44	4,342,718.16
其他应付款	257,939.35	572,347.10	530,316.45	832,017.61
短期债务	88,800.00	217,700.00	1,088,283.11	2,259,000.00
长期债务	29,800.00	428,772.56	499,644.31	525,220.25
总债务	118,600.00	646,472.56	1,587,927.42	2,784,220.25
净债务	88,327.91	472,545.84	1,279,774.14	2,182,362.72
总负债	376,590.71	1,237,512.42	2,147,199.31	3,637,406.22
财务性利息支出	5,720.54	27,369.65	--	--
资本化利息支出	0.00	0.00	--	--
实收资本	4,000.00	168,000.00	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	557,851.70	574,847.21	754,943.13	705,311.95
营业总收入	0.00	0.00	0.00	252.31
三费前利润	0.00	0.00	0.00	196.35
营业利润	25.62	240.05	2,981.12	-5,821.06
投资收益	501.91	1,124.06	4,226.13	439.23
营业外收入	300.00	0.00	0.00	0.00
净利润	325.62	240.05	2,981.12	-5,823.52
EBIT	6,046.16	27,609.70	--	--
EBITDA	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	252.31
收到其他与经营活动有关的现金	181,408.22	865,340.85	1,142,395.11	3,335,182.83
购买商品、接受劳务支付的现金	0.00	0.00	0.00	10.05
支付其他与经营活动有关的现金	116,441.86	591,853.92	1,139,678.62	4,158,950.06
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	79,880.00
资本支出	637.54	250,100.79	10.73	14.15
经营活动产生现金净流量	64,902.62	273,228.45	2,174.34	-824,095.75
投资活动产生现金净流量	-275,078.76	-689,794.18	-945,317.05	-127,685.76
筹资活动产生现金净流量	236,448.23	560,220.36	1,077,369.26	1,245,485.76
财务指标	2014	2015	2016	2017.9
营业毛利率(%)	--	--	--	96.02
三费收入比(%)	--	--	--	2,559.00
总资产收益率(%)	1.29	2.01	--	--
流动比率(X)	0.85	0.91	1.02	0.92
速动比率(X)	0.85	0.91	1.02	0.92
资产负债率(%)	40.30	68.28	73.99	83.76
总资本化比率(%)	17.53	52.93	67.78	79.79
长短期债务比(X)	2.98	0.51	2.18	4.30
经营活动净现金流/总债务(X)	0.55	0.42	0.00	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.73	1.26	0.00	--
经营活动净现金流/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(X)	0.34	0.80	0.28	0.27
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.公司未提供2016年母公司口径资本化利息支出和财务性利息支出，故相关财务指标失效；3.2017年前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.为准确反映公司的实际债务情况，中诚信国际将母公司口径各期财务报表中其他流动负债中的带息债务调整至相关科目。

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+所有者权益合计)

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。

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。