



义乌市国有资本运营有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0462 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 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、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 14 日

| | | |
|---------------------|--|---------------------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 义乌市国有资本运营有限公司 | AA ⁺ /稳定 |
| 本次跟踪债项及评级结果 | “19 义乌 01”、“20 义乌 02”、“20 义乌 05”、“20 义乌 07”、“19 义纾 01”、“21 义创 01”、“21 义乌 01”、“22 义乌 01”、“22 义乌 03”、“20 义乌国资（疫情防控债）MTN002”、“20 义乌国资 MTN003”、“20 义乌国资 MTN004”、“20 义乌国资 MTN005”、“21 义乌国资 MTN001”、“21 义乌国资 MTN004”、“21 义乌国资 MTN005”、“21 义乌国资 MTN006”、“21 义乌国资 MTN007”、“22 义乌国资 MTN001”、“22 义乌国资 MTN002”、“22 义乌国资 MTN003”、“22 义乌国资 MTN004”、“22 义乌国资 MTN005”、“22 义乌国资 MTN006”、“23 义乌国资 MTN001” | AA ⁺ |
| 评级观点 | <p>本次跟踪维持主体及债项上次评级结论。中诚信国际认为义乌市经济地位重要，经济财政实力及增长能力较强，潜在支持能力强。公司是义乌市最重要的国有资产运营和基础设施建设主体，对义乌市的经济发展具有重要作用，与政府的关联度很高，政府对其支持意愿强。同时，需关注公司未来资本支出压力较大，公司杠杆水平高，短期债务压力较大，商品销售业务易受市场行情影响等因素对公司经营及信用状况造成的影响。</p> | |
| 评级展望 | <p>中诚信国际认为，义乌市国有资本运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。</p> | |
| 调级因素 | <p>可能触发评级上调因素：义乌市经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。</p> <p>可能触发评级下调因素：公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。</p> | |

正面

- **区域经济实力稳步增长。**义乌市经济实力稳步增强，财政收入不断增长；此外自由贸易试验区及综合保税区的政策支持亦为公司发展提供了良好的外部环境。
- **地位重要性极高。**公司作为义乌市最重要的国有资产管理 and 基础设施建设主体，承担着义乌市棚户区改造、区域基础设施建设等重要任务，公司对义乌市人民政府的重要性极高。
- **市场经营业务品牌优势显著。**公司下属小商品城是我国最大的商品交易平台之一，在全国商贸行业范围内具有明显的品牌优势，其经营的商品辐射全球220多个国家和地区，能为公司带来稳定的租金收入。
- **业务发展较有保障。**公司交通客运和水务经营等板块具有突出的市场垄断地位，且公司承担着义乌市棚户区改造、基础设施建设等重要任务，在项目来源、项目回款、专项资金投入等方面能够获得相应支持，政府支持力度较大，业务开展较为顺利。

关注

- **公司资本支出压力较大。**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及棚户区改造（城市更新）业务板块带来较大的资本支出压力。
- **财务杠杆水平高，短期债务压力较大。**公司资产负债率和总资本化比率处于高位，短期债务规模较大，相关偿付压力增加。
- **商品销售业务稳定性较弱。**公司商品销售收入易受市场行情影响，且大宗商品同质化竞争激烈，供应商及客户集中度高，下游客户粘性较弱。

项目负责人：秦羽璇 yxqin@ccxi.com.cn

项目组成员：朱晴婧 zhuqingjing@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

财务概况

| 义乌市国资（合并口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|-------------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产（亿元） | 2,094.73 | 2,200.20 | 2,327.65 | 2,437.86 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 483.87 | 511.17 | 546.19 | 600.40 |
| 总负债（亿元） | 1,554.10 | 1,643.07 | 1,727.95 | 1,780.55 |
| 总债务（亿元） | 1,219.49 | 1,181.14 | 1,259.34 | 1,312.77 |
| 营业总收入（亿元） | 159.46 | 290.68 | 266.79 | 65.09 |
| 经营性业务利润（亿元） | 12.94 | 19.26 | -24.68 | 6.18 |
| 净利润（亿元） | 8.44 | 24.98 | -3.89 | 10.68 |
| EBITDA（亿元） | 60.50 | 83.40 | 47.81 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | 38.12 | 99.13 | -14.27 | 11.10 |
| 总资本化比率(%) | 71.59 | 69.79 | 69.75 | 68.62 |
| EBITDA 利息覆盖倍数(X) | 1.30 | 1.62 | 0.92 | -- |

注：1、中诚信国际根据义乌市国资提供的经亚太（集团）会计事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年度审计报告，经浙江至诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2021 年度和 2022 年度审计报告，未经审计的 2023 年 1~3 月财务报表整理。其中，2020 年和 2021 年财务数据采用下一年度期初数，2022 年财务数据采用当年期末数；2、中诚信国际将其他流动负债和其他应付款中有息部分调至短期债务，长期应付款和混合型证券-其他权益工具中有息部分调至长期债务；3、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“-”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

| 义乌市国有资本运营有限公司 | | | | | |
|----------------------|--------------------------------|------------|-------------|---|---|
| 主体评级 | 债项评级 | 评级时间 | 项目组 | 评级方法和模型 | 评级报告 |
| AA+/稳定 | 23 义乌国资 MTN001 (AA+) | 2022/06/08 | 李龙泉、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |
| | | 2023/02/21 | | | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03 |
| AA+/稳定 | 22 义乌国资 MTN006 (AA+) | 2022/06/08 | 李龙泉、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |
| | | 2022/11/29 | | | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03 |
| AA+/稳定 | 22 义乌国资 MTN005 (AA+) | 2022/06/08 | 李龙泉、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |
| | | 2022/09/21 | | | 李龙泉、 黄雪晋 |
| AA+/稳定 | 22 义乌国资 MTN004 (AA+) | 2022/06/08 | 李龙泉、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |
| | | 2022/09/21 | | | 李龙泉、 黄雪晋 |
| AA+/稳定 | 22 义乌国资 MTN003 (AA+) | 2022/06/08 | 李龙泉、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 22 义乌国资 MTN002 (AA+) | 2022/06/08 | 李龙泉、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 20 义乌国资（疫情防控债） MTN002 (AA+) | 2022/06/02 | 李龙泉、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |
| | 20 义乌国资 MTN003 (AA+) | | | | |
| | 20 义乌国资 MTN004 (AA+) | | | | |
| | 20 义乌国资 MTN005 (AA+) | | | | |
| | 21 义乌国资 MTN001 (AA+) | | | | |
| | 21 义乌国资 MTN004 (AA+) | | | | |
| | 21 义乌国资 MTN005 (AA+) | | | | |
| | 21 义乌国资 MTN006 (AA+) | | | | |
| 21 义乌国资 MTN007 (AA+) | | | | | |
| 22 义乌国资 MTN001 (AA+) | | | | | |
| AA+/稳定 | 22 义乌国资 MTN001 (AA+) | 2022/04/19 | 马蕙桐、 秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02 | 阅读原文 |

| | | | | | |
|--------|----------------------------|------------|---------|---|----------------------|
| AA+/稳定 | 21 义乌国资 MTN007 (AA+) | 2021/07/26 | 马蕙桐、秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 21 义乌国资 MTN006 (AA+) | 2021/07/21 | 马蕙桐、秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 21 义乌国资 MTN005 (AA+) | 2021/07/09 | 马蕙桐、秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 21 义乌国资 MTN004 (AA+) | 2021/06/07 | 马蕙桐、秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | -- |
| AA+/稳定 | 21 义乌国资 MTN001 (AA+) | 2021/02/02 | 马蕙桐、秦羽璇 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 20 义乌国资 MTN005 (AA+) | 2020/09/24 | 李龙泉、马蕙桐 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 20 义乌国资 MTN004 (AA+) | 2020/07/30 | 李龙泉、马蕙桐 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 20 义乌国资 MTN003 (AA+) | 2020/07/28 | 李龙泉、马蕙桐 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |
| AA+/稳定 | 20 义乌国资(疫情防控债)MTN002 (AA+) | 2020/03/23 | 李龙泉、夏子怡 | 中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000 2019 02 | 阅读原文 |

同行业比较 (2022 年数据)

| 项目 | 义乌国资 | 余姚舜财 | 诸暨国资 |
|-------------------|----------|----------|----------|
| 最新主体信用等级 | AA+ | AA+ | AA+ |
| 地区 | 义乌市 | 余姚市 | 诸暨市 |
| GDP (亿元) | 1,835.54 | 1,513.59 | 1,658.84 |
| 一般公共预算收入 (亿元) | 132.90 | 120.74 | 90.28 |
| 经调整的所有者权益合计 (亿元) | 546.19 | 669.31 | 756.34 |
| 总资本化比率 (%) | 69.75 | 57.98 | 64.05 |
| EBITDA 利息覆盖倍数 (X) | 0.92 | 0.27 | 0.60 |

注：1、余姚舜财系“余姚市舜财投资控股有限公司”的简称；诸暨国资系“诸暨市国有资产经营有限公司”的简称；2、余姚舜财和诸暨国资总资本化比率和 EBITDA 利息覆盖倍数为 2021 年数据，其余财务数据为 2022 年数据。

本次跟踪债项情况

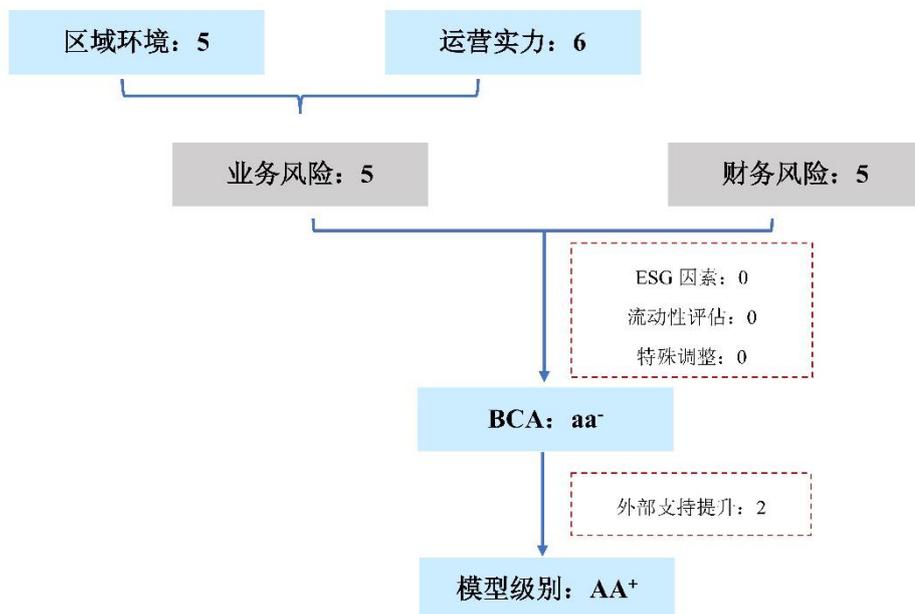
| 债券简称 | 本次债项信用等级 | 上次债项信用等级 | 上次评级时间 | 发行金额 (亿元) | 债券余额 (亿元) | 存续期 | 特殊条款 |
|----------------------|----------|----------|------------|-----------|-----------|-----------------------|--|
| 19 义乌 01 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 15.00 | 15.00 | 2019/10/28~2024/10/28 | 票面利率选择权, 利率条款, 回售条款, 回拨选择权条款 |
| 20 义乌 02 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 3.00 | 3.00 | 2020/01/14~2025/01/14 | 利率条款, 回拨选择权条款 |
| 19 义纤 01 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 5.00 | 5.00 | 2019/06/05~2024/06/05 | 利率条款 |
| 20 义乌 05 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 10.00 | 10.00 | 2020/10/15~2023/10/15 | 利率条款, 回拨选择权条款 |
| 20 义乌 07 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 10.00 | 10.00 | 2020/12/21~2023/12/21 | 利率条款 |
| 21 义创 01 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 5.00 | 5.00 | 2021/01/18~2024/01/18 | 利率条款, 回拨选择权条款 |
| 20 义乌国资(疫情防控债)MTN002 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 3.00 | 3.00 | 2020/04/03~2025/04/03 | 利率条款, 交叉违约条款 |
| 20 义乌国资 MTN003 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 15.00 | 15.00 | 2020/08/07~2023/08/07 | 利率条款, 交叉违约条款, 回拨选择权条款 |
| 20 义乌国资 MTN004 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 15.00 | 15.00 | 2020/08/13~2023/08/13 | 利率条款, 交叉违约条款, 回拨选择权条款 |
| 20 义乌国资 MTN005 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 5.00 | 5.00 | 2020/10/16~2023/10/16 | 赎回条款, 票面利率选择权, 利息递延条款, 利率条款, 交叉违约条款, 发行人续期选择权, 持有人救济条款 |
| 21 义乌国资 MTN001 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 7.00 | 7.00 | 2021/03/08~2024/03/08 | 利率条款, 交叉违约条款 |
| 21 义乌国 | AA+ | AA+ | 2022/06/02 | 10.00 | 10.00 | 2021/06/30~2024/06/30 | 持有人救济, 出售/转移重大资产, |

| | | | | | | | |
|--------------------|-----------------|-----------------|------------|-------|-------|-----------------------|---|
| 资 MTN004 | | | | | | | 调整票面利率, 交叉保护, 利息递延, 赎回, 续期选择权 |
| 21 义乌国 资 MTN005 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/02 | 20.00 | 20.00 | 2021/07/26~2024/07/26 | 出售/转移重大资产, 交叉保护 |
| 21 义乌国 资 MTN006 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/02 | 10.00 | 10.00 | 2021/07/28~2024/07/28 | 出售/转移重大资产, 交叉保护 |
| 21 义乌国 资 MTN007 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/02 | 10.00 | 10.00 | 2021/08/06~2024/08/06 | 持有人救济, 出售/转移重大资产, 调整票面利率, 交叉保护, 利息递延, 赎回, 续期选择权 |
| 21 义乌 01 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/02 | 5.00 | 5.00 | 2021/08/17~2026/08/17 | -- |
| 22 义乌国 资 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/02 | 5.00 | 5.00 | 2022/05/09~2025/05/09 | 交叉保护 |
| 22 义乌国 资 MTN002 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/08 | 10.00 | 10.00 | 2022/06/17~2025/06/17 | 交叉保护 |
| 22 义乌国 资 MTN003 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/06/08 | 5.00 | 5.00 | 2022/06/22~2027/06/22 | 交叉保护 |
| 22 义乌 01 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/08/16 | 10.00 | 10.00 | 2022/08/24~2027/08/24 | -- |
| 22 义乌国 资 MTN004 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/09/21 | 5.00 | 5.00 | 2022/09/28~2027/09/28 | 交叉保护 |
| 22 义乌国 资 MTN005 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/09/21 | 10.00 | 10.00 | 2022/10/11~2025/10/11 | 交叉保护 |
| 22 义乌 03 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/10/17 | 9.00 | 9.00 | 2022/11/01~2025/11/01 | -- |
| 22 义乌国 资 MTN006 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2022/11/29 | 6.00 | 6.00 | 2022/12/09~2024/12/09 | 续期选择权, 交叉保护, 票面利率选择权, 赎回 |
| 23 义乌国 资 MTN001 | AA ⁺ | AA ⁺ | 2023/02/21 | 10.00 | 10.00 | 2023/03/13~2025/03/13 | 续期选择权, 交叉保护, 票面利率选择权, 赎回 |

资料来源: 公司提供及公开信息, 中诚信国际整理

评级模型

义乌市国有资本运营有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法 C220000_2022_03

■ 业务风险：

中诚信国际认为，义乌国资地位显著，业务多样性程度高，业务竞争力很强。主营业务项目每年均有一定规模投入，有较大体量项目储备，业务稳定性和可持续性很强。基础设施和房地产项目投入大量沉淀于存货科目，影响资产流动性；公司拥有可带来现金流的上市股权、租赁资产和水务资产等，资产收益性较好，整体来看公司资产质量较高。

■ 财务风险：

中诚信国际认为，义乌国资所有者权益持续增长，具备很强的资本实力。2022 年利润水平因外部环境因素影响而大幅下降，使 EBITDA 无法对利息形成有效覆盖。但是，义乌国资财务杠杆水平偏高，资本结构有待优化。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对义乌国资个体基础信用等级无影响，义乌国资具有 aa- 的个体基础信用评估等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持：

中诚信国际认为，义乌市政府有强的支持能力和对公司强的支持意愿，主要体现在义乌市经济地位重要，经济财政实力和增长能力较强；义乌国资是义乌市最重要的国有资产运营和基础设施建设主体，成立以来持续获得政府在股权划转、资本注入等方面的大力支持，具备很高的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

跟踪评级原因

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

募集资金使用情况

“19 义纾 01”募集资金 5.00 亿元，募集资金全部用于置换前期已投入的纾困资金和补充流动资金，截至 2023 年 3 月末，“19 义纾 01”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

“19 义乌 01”、“20 义乌 02”共募集资金 18.00 亿元，募集资金全部用于归还银行借款及补充流动资金，截至 2023 年 3 月末，“19 义乌 01”和“20 义乌 02”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

“20 义乌 05”募集资金 10.00 亿元，募集资金全部用于偿还公司债务，截至 2023 年 3 月末，“20 义乌 05”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

“20 义乌 07”募集资金 10.00 亿元，募集资金用于偿还公司债务及补充流动资金，截至 2023 年 3 月末，“20 义乌 07”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

“21 义创 01”募集资金 5.00 亿元，募集资金用于用于公司直接或设立基金投资创新创业公司的股权、与创新创业园区有关的投资、建议、运营和偿还创业园区项目有关的债务及于补充公司日常经营活动所需的营运资金，截至 2023 年 3 月末，“21 义创 01”募集资金已使用完毕，公司已完成基金出资，已通过设立基金投资创新创业公司的股权。用途符合国家规定和募投项目要求。

“21 义乌 01”募集资金 5.00 亿元，募集资金用于偿还公司债务及补充流动资金，截至 2023 年 3 月末，“21 义乌 01”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

“22 义乌 01”募集资金 10.00 亿元，募集资金用于偿还公司债务及补充流动资金，截至 2023 年 3 月末，“22 义乌 01”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

“22 义乌 03”募集资金 9.00 亿元，募集资金用于偿还公司债务及补充流动资金，截至 2023 年 3 月末，“22 义乌 03”募集资金已全部使用完毕，用途符合国家规定和募投项目要求。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较于去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，

居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

区域环境

义乌市隶属金华市，处于金衢盆地东部。义乌市东邻东阳市，南界永康市、武义县，西连金东区、兰溪市，北接浦江县和绍兴的诸暨市，距省会杭州 108 公里，全市总面积 1,105 平方公里，现辖 8 个街道办事处、6 个建制镇。截至 2022 年末，全市常住人口 188.8 万人，居金华市之首。

义乌市是全球最大的小商品出口基地，被誉为世界“小商品之都”，汇集着 26 个大类、180 多万种商品，出口到世界 220 多个国家和地区，通过发展小商品市场，形成了较为独特的区域经济发展模式，现已形成以中国小商品城为核心，多个专业市场和专业街为支撑，产权、劳动力等要素市场相配套的市场体系。此外形成以轻工业为主的制造业产业格局，在服装、饰品、拉链、针织、印刷、玩具、工艺品等领域也是全国重要生产加工基地。依托小商品贸易的产业优势，义乌市区域经济实力不断提升，2022 年义乌市 GDP 为 1,835.54 亿元，同比增长 4.60%，在金华市位于首

位；2022 年，人均 GDP 居全市首位。

稳步增长的经济为义乌市财政实力形成了有力支撑，近年来义乌市一般公共预算收入规模亦居金华市首位且稳步增长，财政自给能力较好；政府性基金收入亦是义乌市地方政府财力的重要来源，其中 2021 年义乌市房地产市场景气度高，政府性基金收入大幅增加，但受房地产市场低迷影响，2022 年政府性基金收入大幅回落。再融资环境方面，义乌市广义债务率较低，在浙江省内处于中下游水平，同时区域内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

表 1：近年来义乌市地方经济财政实力

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022 |
|--------------|----------|----------|----------|
| GDP（亿元） | 1,485.60 | 1,730.16 | 1,835.54 |
| GDP 增速（%） | 4.00 | 11.60 | 4.60 |
| 人均 GDP（万元） | 8.11 | 9.23 | 9.73 |
| 固定资产投资增速（%） | 12.1 | 20.3 | 15.8 |
| 一般公共预算收入（亿元） | 106.01 | 127.49 | 132.90 |
| 政府性基金收入（亿元） | 393.13 | 737.97 | 263.64 |
| 税收收入占比（%） | 96.60 | 97.50 | 95.54 |
| 公共财政平衡率（%） | 77.23 | 80.54 | 83.22 |

注： 税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：义乌市人民政府，中诚信国际整理

期后事项

2023 年 5 月 17 日，公司发布公告称，义乌市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“义乌市国资办”）将持有公司的 5% 股权无偿划转给义乌市数智产业发展集团有限公司¹，股权划转基准日为 2022 年 12 月 31 日，目前工商变更已完成。股权划转后，义乌市国资办、浙江省财务开发有限责任公司、义乌市数智产业发展集团有限公司分别持有公司 85.5618%、9.4382%、5% 的股权。公司控股股东和实际控制人仍为义乌市国资办。

运营实力

中诚信国际认为，义乌国资的业务状况较好，首先公司作为义乌市最重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，主要承担义乌市棚户区改造、基础设施建设等重要任务，具有很强的业务竞争力，其次公司市场经营业务保持很强的竞争力和品牌优势，业务可持续性很强。公司收入的核心来源于市场经营、房地产开发和商品销售业务，利润来源于市场经营、房地产开发等业务，整体业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，公司下属子公司建设投资任务较多，尤其是基础设施建设业务及棚户区改造（城市有机更新）业务板块，公司未来将面临较大的资本支出压力。由于公司在手项目规模体量较大，资金需求量大，资产负债率和总资本化比率处于高位，短期债务占比上升，压力加剧。公司商品销售收入主要来自大宗商品出口贸易，大宗商品同质化竞争激烈，供应商及客户集中度高，下游客户粘性较弱，价格易受市场行情影响。2022 年，公司经营业务受外部环境影响较大，关注经营性业务的恢复情况。

¹ 义乌市数智产业发展集团有限公司成立于 2023 年 1 月，注册资本为 30 亿元，唯一股东和实际控制人为义乌市国资办，经营范围包括股权投资、建筑材料销售、非金属矿及制品销售、集成电路芯片及产品销售等。

表 2：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司主营业务收入及毛利率构成情况（亿元、%）

| | 2020 年 | | | 2021 年 | | | 2022 年 | | | 2023 年 1~3 月 | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------|--------------|--------|---------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 市场经营 | 25.98 | 26.49 | 57.23 | 30.58 | 10.83 | 61.66 | 17.47 | 6.90 | 39.14 | 8.85 | 14.25 | 70.41 |
| 房地产开发 | 52.31 | 39.02 | 13.92 | 103.44 | 36.65 | 10.25 | 100.95 | 39.84 | 11.05 | 22.39 | 36.06 | 35.41 |
| 商品销售 | 30.12 | 5.04 | 4.04 | 69.87 | 24.75 | 1.82 | 93.36 | 36.85 | 2.18 | 22.26 | 35.86 | 2.00 |
| 交通客运 | 10.92 | 4.96 | -64.31 | 18.87 | 6.68 | -25.46 | 3.37 | 1.33 | -146.28 | 0.59 | 0.95 | -183.26 |
| 水务板块 | 9.01 | 8.47 | 2.83 | 9.01 | 3.19 | 6.55 | 9.64 | 3.80 | 2.71 | 2.15 | 3.46 | 6.98 |
| 基础设施 | 0.48 | 3.73 | 92.46 | 29.91 | 10.60 | 5.03 | 9.59 | 3.78 | 2.40 | 0.21 | 0.34 | 92.22 |
| 酒店服务 | 2.65 | 3.47 | -5.18 | 2.29 | 0.81 | -9.41 | 2.50 | 0.99 | 2.71 | 0.65 | 1.05 | -23.28 |
| 展览广告 | 1.18 | 2.02 | -1.89 | 1.35 | 0.48 | 1.92 | 0.92 | 0.36 | 24.62 | 0.15 | 0.25 | 81.13 |
| 仓储物流 | 1.65 | 1.72 | -13.84 | 7.28 | 2.58 | 7.06 | 2.60 | 1.03 | -13.57 | 1.24 | 1.99 | 1.59 |
| 其他 | 8.62 | 5.07 | 27.68 | 9.67 | 3.43 | 39.34 | 12.98 | 5.12 | 37.26 | 3.60 | 5.80 | 30.97 |
| 营业收入/ 毛利率合计 | 142.92 | 100.00 | 13.32 | 282.27 | 100.00 | 11.39 | 253.40 | 100.00 | 8.03 | 62.08 | 100.00 | 24.11 |

注：收入加总数与合计数有差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

市场经营板块

市场经营业务为公司最核心业务板块，公司可出租商铺面积较大且出租率较高；2022 年受减租政策影响，收入和利润水平下滑，但市场经营业务竞争力与可持续性仍很强，预期在减租政策结束后，经营情况将有所好转。

公司的市场开发经营业务主要由市场集团及其控股的上市公司浙江中国小商品城集团股份有限公司（以下简称“商城集团”，股票代码：600415）负责运营。该业务板块主要包括各类市场的开发和经营，租金收入为其主要收入，目前所经营的商铺主体市场出租率大部分保持在 90%以上，同时，公司采取预收 1-5 年不等的商铺使用费经营模式，该业务的稳定性和可持续很强。

展业区域上，市场集团本部所经营的市场区域主要位于义乌市，为其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。

经营范围上，市场集团本部主要经营副食品市场、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。商城集团主要经营国际商贸城一区至五区、篁园市场等专业市场，其中，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，目前已经发展成为国内外具有重要影响力的小商品市场。

商铺定价机制方面，商城集团所经营的商铺采取以政府指导价为主的定价机制，具体出租方式有以下四种：定向安排、定向招商、招投标和定向招标。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，价格一般低于政府指导价。定向招商类主要是为引进“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。招投标类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；各阶段小批量投标产生的入场资格商位；其商位可转租可转让，在续租时，其租金根据实际情况调整，招投标方式上，以政府指导价为基础，最终定价以招标结果为准，价格相对较高。定向招商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，价格一般较招投标方式低。商位可以转租，三年内不允许转让，满三年以上一次性缴纳补偿金后可办理转让。

从业务开展上看，近年较高的出租率为公司提供了稳定的收入来源。2022 年，减租政策（公司对所属房屋（商位）使用权人且为小微企业或个体工商户的给予减免 2022 年 6 个月租金）的实施，影响损益-9.75 亿元。但总体来看，公司在当地市场经营领域有垄断优势，未来在外部环境转好情况下，运营情况预期将恢复以往水平。

表 3：截至 2023 年 3 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 |
|-------------|---------------------|---------------------|--------------|
| 宾王市场 | 23,630.57 | 12,162.62 | 51.47 |
| 数码城（注） | -- | -- | -- |
| 篁园市场 | 98,674.48 | 98,674.48 | 100.00 |
| 国际商贸城一区 | 95,738.49 | 95,705.77 | 99.97 |
| 国际商贸城一区东扩市场 | 44,052.93 | 41,992.15 | 95.32 |
| 国际商贸城二区 | 166,191.80 | 163,486.38 | 98.37 |
| 国际二区东扩市场 | 13,960.40 | 13,555.00 | 97.10 |
| 国际商贸城三区 | 148,850.90 | 145,940.10 | 98.04 |
| 国际商贸城四区 | 293,202.41 | 277,134.09 | 94.52 |
| 国际商贸城五区 | 142,223.86 | 139,436.26 | 98.04 |
| 国际商贸城五区进口馆 | 31,339.80 | 29,271.90 | 93.40 |
| 生产资料市场 | 260,603.10 | 203,144.70 | 77.95 |
| 副食品市场 | 43,796.41 | 43,254.63 | 98.76 |
| 果品市场 | 13,564.00 | 13,546.00 | 99.87 |
| 花卉市场 | 7,602.56 | 7,602.56 | 100.00 |
| 新马路菜市场 | 5,881.00 | 5,871.00 | 99.83 |
| 粮食市场 | 16,654.41 | 16,654.41 | 100.00 |
| 浙中农副产品物流中心 | 34,788.40 | 34,788.40 | 100.00 |
| 义乌家居城一区 | 101,306.50 | 101,306.50 | 100.00 |
| 义乌家居城二区 | 38,978.00 | 38,978.00 | 100.00 |
| 义乌家居城三区 | 76,068.44 | 76,068.44 | 100.00 |
| 汽车交易中心 | 71,000.00 | 71,000.00 | 100.00 |
| 合计 | 1,728,108.46 | 1,629,573.39 | 94.30 |

注：1、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、结构调整或增加公共区域面积出租所致；2、数码城涉及有机更新建设，已被政府征收；3、宾王市场 A 区现已整体改造为宾王 158 文创园，但部分沿街店面仍有出租，B 区目前为腾空未出租状态，以配合数码城有机更新建设。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房地产开发板块

公司非保障性住房项目主要集中在义乌市，目前在建及拟建项目量充足，公司未来的业务持续性较强；非保障性住房项目亦受房地产行情影响，关注公司项目建设进程和去化情况。公司是义乌

市最主要的保障房项目建设主体，住房建设亦于当地具有较好的品牌效力，近年来完工交付项目较多，贡献较大规模收入，在建项目稳步推进。但在建保障房类的城乡新社区集聚项目模式未定，关注运营、结算模式的确认和回款情况；房屋建设投资任务较多，未来面临较大的资本支出压力。

公司房地产业务主要包括保障性住房业务及非保障性住房业务，其中非保障性住房业务主要由市场集团下属子公司义乌中国小商品城房地产开发有限公司（以下简称“商城房产”）负责经营管理，同时城投集团下属子公司义乌市中福置业有限公司（以下简称“中福置业”）、恒风集团下属子公司义乌市神州置业有限公司（以下简称“神州置业”）、建投集团下属子公司义乌市绣湖置业有限公司（以下简称“绣湖置业”）、交旅集团下属子公司义乌市交通置业有限公司（以下简称“交通置业”）也承担部分业务；其中商城房产具有房地产开发二级资质。保障性住房业务主要由建投集团负责经营管理。

非保障性住房业务

公司非保障性住房业务包括普通住宅地产、商业地产、工业地产和其他零星房地产的开发建设，开发项目主要集中在义乌市，杭州市、南昌市、浦江县等地区有少量开发项目。业务模式上主要包括自主开发与合作开发模式，目前以自主开发为主。自主开发方面，下属房地产子公司自筹资金进行房地产开发建设，通过招拍挂途径获得项目用地，建成后按照市场价格进行销售。合作开发方面，公司与其他合作方根据合作协议按照股权比例对项目公司提供相应建设资金支持，在项目具体运营建设中一般根据各合作方事先签署的合作开发协议，由一方负责项目公司及项目的操盘管理，一般各合作方按出资比例承担成本费用，分享项目收益和利润。

业务开展方面，截至 2023 年 3 月末，公司在建的非保障性住房项目均为自主开发项目，预计总投资规模较大，目前部分项目已开始预售，整体预售情况尚好；拟建的非保障性项目为孝子祠区块一，预计总投资 49.26 亿元。主要非保障性住房在建和拟建项目后续尚需投资约 170 亿元，存在一定的资金支出压力。

表 4：截至 2023 年 3 月末公司主要在建非保障性住房项目情况（万元、万平方米）

| 项目名称 | 项目所在地 | 类型 | 开发时间 | 预计竣工时间 | 项目总投资 | 已投资金额 | 可售面积 | 销售进度 |
|---------|-------|---------------------|---------|---------|---------|---------|-------|--------|
| 浦江绿谷三期 | 浙江浦江 | 住宅 68.04%、商业 31.95% | 2021.02 | 2024.3 | 99,623 | 54,765 | 17.02 | 30.34% |
| 锦绣朝阳 | 浙江义乌 | 住宅 91.9%、商业 8.1% | 2021.03 | 2023.8 | 150,364 | 137,908 | 9.00 | 46.11% |
| 嘉悦澜庭 | 浙江义乌 | 住宅 93.15%、商业 6.85% | 2021.09 | 2023.11 | 267,622 | 245,103 | 14.79 | 10.9% |
| 嘉圆小筑 | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2022.01 | 2023.09 | 21,635 | 15,114 | 1.04 | 13.12% |
| 建投·秦塘府 | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2021.09 | 2023.12 | 349,500 | 239,747 | 13.63 | 70% |
| 上溪·溪畔云境 | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2021.04 | 2023.05 | 205,222 | 101,367 | 29.00 | 13.77% |
| 苏悦里 | 浙江义乌 | 住宅 79.43%、商业 20.57% | 2022.08 | 2023.12 | 19,610 | 12,923 | 0.90 | 未销售 |
| 嘉瑞华庭 | 浙江义乌 | 住宅 97.46%、商 | 2022.07 | 2024.12 | 255,981 | 182,191 | 13.25 | 32.6% |

| | | 业 2.54% | | | | | | |
|--|------|--------------------------|---------|---------|------------------|------------------|-------|-------|
| 荷塘名邸 | 浙江义乌 | 住宅 98.74%、商业 1.26% | 2022.09 | 2025.02 | 715,000 | 520,190 | 23.90 | 3.67% |
| 胜利华府 | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2022.09 | 2025.01 | 302,892.00 | 207,409 | 18.69 | 未销售 |
| 北苑街道 国贸大道 与丹溪北 路交叉口 东北侧地 块（建设 二） | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2022.12 | 2025.05 | 303,981 | 97,661 | 32.00 | 未销售 |
| 亭上城品 | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2022.10 | 2024.05 | 103,600 | 22,481 | 21.70 | 未销售 |
| 国际陆港 诚信金街 广场 | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2022.09 | 2025.06 | 100,000 | 49,693 | 50.00 | 未销售 |
| 大陈印象 | 浙江义乌 | 住宅 90.04%、商业 9.96% | 2023.03 | 2025.06 | 62,501 | 27,264 | 43.62 | 未销售 |
| 跨境电商 产业园 | 浙江义乌 | 商业 100% | 2021.11 | 2024.06 | 220,000 | 107,589 | 48.90 | 3.86% |
| 莲塘华府 | 浙江义乌 | 住宅、商业 | 2022.03 | 2024.12 | 380,343 | 270,906 | 15.89 | 未销售 |
| 合计 | - | - | - | - | 3,557,874 | 2,292,311 | -- | - |

注：建投·秦塘府项目保障房 40%，非保障房 60%，上溪·溪畔云境项目保障房 66%，非保障房 34%，义乌市城中路与国贸大道交叉口东侧地块保障房 90%，非保障房 10%。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 5：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建非保障性住房项目情况（万元）

| 项目开发主体 | 项目名称 | 项目所在地 | 类型 | 预计项目建设期 | 项目总投资 | 批文落实情况 |
|-------------|-----------|-------|-------|----------------|----------------|-------------|
| 义乌市绣湖置业有限公司 | 孝子祠地块一 | 浙江义乌 | 商服、住宅 | 2023.6-2026.02 | 492,574 | 土地证、用地规划许可证 |
| - | 合计 | - | - | - | 492,574 | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

保障性住房业务

公司保障性住房业务主要由建投集团负责经营管理，主要包括区域城乡新社区集聚项目和城市有机更新项目。

（1）城乡新社区集聚板块

公司是义乌市重要的城乡新社区集聚项目建设主体，业务模式上主要分为以政府指导价定向销售和政府购买服务模式。城乡新社区集聚项目以村级集体经济组织为主要集聚安置对象，包括高层公寓、产业用房、商业用房、商务楼宇等多种类型。其中，第一批城乡集聚建设项目建成后，由集聚建设对象根据可置换权益面积等实际情况，选择高层公寓或高层公寓结合其他类型用房及货币等方式进行置换。保障性住房根据政府指导价进行定向安置，由此产生的亏损由政府进行补贴。第二批城乡新社区集聚项目采用政府购买服务模式，公司与义乌市城市管理委员会签订政府购买服务协议，购买服务费由实际投资成本、财务成本和管理费用组成；其中，实际投资成本由购买主体义乌市城市管理委员会核定、按实结算，财务成本根据公司实际垫付资金情况按实计取，管理费按义乌市政府批准的标准计取，一般不超过实际总投资 2.00%。收入确认方面，待项目完工

且经义乌市城市管理委员会验收合格后，据实结算购买服务费，公司以此确认收入。购买服务费主要来源于义乌市财政性资金，在财政预算中统筹安排，并将在合同期内逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。截至 2023 年 3 月末，公司已完工城乡新社区集聚项目来自第一批和第二批集聚项目，第一批集聚项目已收到所有回款 17.60 亿元，第二批集聚项目总投资 73.04 亿元，按照协议约定回购款为 78.95 亿元，实际已回款 45.22 亿元，关注后续回款情况。

2021 年开始，公司承接第三批城乡新社区集聚项目，公司将与项目所在街道签订安置房开发协议，成本构成为实际投资成本、财务成本等，前期资金由公司自筹；安置价格由项目所在街道确定，成本与安置价格的差额部分由项目所在街道在土地出让金缴纳之前支付给公司，差额部分由暂估成本和暂估安置价格测算，待安置房交付给安置户后按实际成本、实际安置价格进行调整。截至目前，第三批城乡新社区集聚项目尚未签订协议，具体差额计算方式、支付时间等或有变动，需关注未来该模式项目的结算和回款情况。截至 2023 年 3 月末，公司已收到街道暂估差价资金 13.74 亿元。

表 6：截至 2023 年 3 月末公司主要已完工第三批集聚项目情况（亿元、万平方米）

| 项目名称 | 开发周期 | 总投资 | 可售面积 | 总销售金额 | 销售进度 | 回款情况 |
|--------------------|---------------|------|------|-------|------|------|
| 新社区集聚后宅街道镇中北侧 3#地块 | 2020.7-2023.1 | 3.50 | 4.48 | -- | -- | -- |
| 合计 | - | - | - | - | - | - |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 7：截至 2023 年 3 月末公司主要在建城乡新社区集聚项目情况（亿元、万平方米）

| 项目名称 | 开发周期 | 总投资 | 已投资 | 可售面积 |
|-------------------|-----------------|--------------|--------------|---------------|
| 新社区集聚稠江街道古母塘东侧地块 | 2021.4-2023.9 | 8.87 | 4.69 | 11.92 |
| 新社区集聚后宅街道城北路春晗路地块 | 2021.4-2023.12 | 5.20 | 2.90 | 6.49 |
| 上溪镇上佛路与文明路交叉口东北侧 | 2021.8-2023.12 | 6.30 | 3.36 | 8.86 |
| 新社区集聚北苑街道第二集聚区地块二 | 2021.12-2023.12 | 12.50 | 5.44 | 16.33 |
| 新社区集聚北苑街道第二集聚区地块一 | 2022.2-2023.12 | 8.32 | 3.49 | 10.34 |
| 城西街道开创社区集聚安置地块 A | 2022.8-2024.12 | 4.33 | 1.67 | 5.69 |
| 新社区集聚稠江街道喻宅南区块 | 2022.9-2024.12 | 24.19 | 4.93 | 32.56 |
| 后宅街道镇中东侧一地块 | 2022.8-2024.12 | 5.02 | 1.67 | 7.12 |
| 新社区集聚稠江街道古母塘北侧地块 | 2022.9-2024.12 | 14.80 | 3.84 | 19.84 |
| 合计 | - | 89.53 | 31.99 | 119.15 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：截至 2023 年 3 月末公司主要拟建城乡新社区集聚项目情况（亿元）

| 项目名称 | 类型 | 预计项目建设期 | 项目总投资 |
|-----------|-------|-----------|--------------|
| 稠江街道下沿塘区块 | 商服、住宅 | 2023-2025 | 12.77 |
| 合计 | - | - | 12.77 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

（2）城市有机更新板块

公司承担了多个义乌市棚户区改造（城市有机更新）项目建设任务。原该业务采用政府购买服务形式运作，包含仅负责保障房建设和仅负责征收补偿两类。2018 年以来，运作模式改为委托代建。

政府购买服务形式运作模式方面，一类为保障房建设城市有机更新项目：项目用地均通过土地市场招拍挂程序摘牌取得，政府负责土地拆迁补偿及安置工作，公司仅负责项目融资和建设。公司与义乌市城市管理委员会签订政府购买服务协议，购买服务费由实际投资成本、财务成本和管理

费组成，管理费按义乌市政府批准的标准计取，一般不超过 2.00%。待项目完工且经义乌市城市管理委员会验收合格后，据实结算购买服务费，公司以此全额确认房屋销售收入。购买服务费主要来源于义乌市财政性资金，在财政预算中统筹安排，并将在合同期内逐年纳入未来年度本级财政预算支出管理。

另一类为提供房屋征收及安置补偿服务的城市有机更新项目：即通过货币化形式对征拆户进行补偿，根据补偿金额确定合同价款，相关款项在财政预算中统筹安排，纳入未来年度财政预算支出管理。发行人完成相应补偿且经义乌市城市管理委员会验收合格后，据实结算，取得服务费收入。

2018 年，受国家政策变化影响，取消棚户区改造政府购买服务模式，改为委托代建方式开展。公司与义乌市住房和城乡建设局签订委托代建协议，公司负责工程前期和建设实施阶段的全过程管理，委托人协议约定核拨建设资金和委托集中建设管理费，管理费按照项目概算总投资为基准，采用累进费率，费率分布于 0.4%~2%。收入确认方面，待工程完成竣工结算并移交后确认收入。回款方面，按照协议约定根据工程完工进度阶段支付建设资金和委托集中建设管理费，但实际回款主要依据财政拨款进度。

从业务开展情况来看，由政府购买服务模式运营的城市有机更新项目已全部完工，仍有约 45 亿元未回款，进度有所滞后。主要已完工委托代建模式运营的城市有机更新项目总投资 82.23 亿元，截至 2023 年 3 月末确认收入 74.04 亿元，回款情况良好。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建城市有机更新项目仍有超过 10 亿元的投资需求，下车门社区回迁房地块和通惠社区岭头区块地块将于 2023 年交付，预计将为公司带来可观收入。

表 9：截至 2023 年 3 月末主要已完工委托代建类城市有机更新项目情况（亿元）

| 项目名称 | 完工时间 | 总投资 | 已确认收入 | 回款进度 |
|---------------------|---------|--------------|--------------|------|
| 义乌市城市有机更新-市场社区回迁房地块 | 2021.7 | 14.28 | 12.69 | 100% |
| 义乌市城市有机更新-楼店东侧回迁房地块 | 2021.11 | 9.88 | 9.37 | 100% |
| 义乌市城市有机更新-车站社区回迁房地块 | 2022.1 | 11.07 | 10.55 | 100% |
| 义乌市城市有机更新-胜利社区回迁房地块 | 2022.8 | 47.00 | 41.43 | 56% |
| 合计 | -- | 82.23 | 74.04 | -- |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：截至 2023 年 3 月末主要在建城市有机更新项目情况（亿元）

| 项目名称 | 预计建设周期 | 总投资 | 已投资 |
|----------------------|-----------------|--------------|--------------|
| 义乌市城市有机更新-下车门社区回迁房地块 | 2020.6~2023.4 | 65.80 | 58.33 |
| 义乌市城市有机更新-通惠社区岭头区块地块 | 2021.5~2023.8 | 19.22 | 14.44 |
| 义乌市城市有机更新-湖大塘 04 地块 | 2021.12~2023.12 | 6.78 | 4.66 |
| 合计 | -- | 91.80 | 77.43 |

注：建设周期根据实际建设进度进行调整，以最新披露为准。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

商品销售板块

公司商品贸易板块涉及子公司及贸易品种较多，近年来各子公司根据自身业务发展需求对贸易品种进行了调整，2020 年公司新增大宗商品销售业务，次年销售规模扩大；大宗商品销售业务上下游客户集中度高，且客户粘性较弱，商品销售业务的稳定性较弱。商城集团进出口贸易商品销售在 2021 年后规模不断扩大，需关注国际贸易环境的变化对进出口贸易商品销售的影响。

公司最初的商品销售业务以恒风集团二级子公司义乌市恒风进出口有限公司（以下简称“恒风进

出口公司”)经营的外贸业务为主,自 2020 年 5 月份开始,市场集团下属子公司义乌中国小商品城控股有限责任公司(以下简称“商城控股”)开展大宗商品业务,商品销售业务重心逐渐向商城控股转移,此外商品销售业务还包括商城控股下属的商城集团(商城控股持有其 55.38%股权)子公司义乌中国小商品城供应链管理有限公司(以下简称“供应链公司”)和浙江义乌中国小商品城进出口有限公司(以下简称“进出口公司”)的商品销售业务、市场集团子公司义乌市粮食收储有限公司经营的粮食销售业务、建投集团子公司义乌市鼎富贸易有限公司经营的建筑材料、矿产品、五金产品、机械设备、电子产品的销售业务以及义乌市民爆器材专营有限公司经营的民爆器材销售业务等商品销售业务。因主业定位调整,恒风集团将重点发展公交汽运板块,进出口已做清算,恒风进出口公司于 2021 年 1 月 28 日注销。

商城控股开展大宗商品业务,贸易品种以电解铜、铝锭为主。定价模式方面,公司与上游供应商采取商业谈判方式确定采购价格,按采购时点的市场价格为基准上下小幅浮动确定采购价格,市场化程度较高;公司在向下游销售产品时,通常在采购价的基础上附加一定进销差价确定。进销价差由公司根据商品的市场供求行情变化进行决策。贸易方式方面,公司根据下游客户需求,签订销售合同,依托销售需求匹配确认上游供应商签订采购合同,交割仓库为中储、上港等国有大库,电解铜、铝锭等涉及大宗运输的商品,由供应商负责运输。结算方式方面,公司对上游以采用“款到发货”现金结算模式为主;对下游以“先款后货”为主。上下游客户方面,供应商及客户集中度高。

在风险把控上面,公司加强业务开展过程中的风险控制工作,进行合同业务审核签订、资金支付双岗复核、仓单交割、增值税进销项票据管理、业务台账登记以及业务档案管理等系列工作。在价格波动上面,利用期货市场价格,规避市场极端行情。

由于大宗商品贸易行业同质化竞争激烈,商品供应价格易随期货价格波动,且毛利较低,客户粘性较弱,总体来看业务稳定性较弱。

除有色金属等大宗商品外,公司其他商品销售业务规模也不断扩大。商城集团下属的供应链公司多年致力于打造“义乌好货”自营品牌,目标为向市场提供以集采服务、品牌合作、赋能服务等小商品贸易全链条服务为一体的全球优质小商品供应链平台。进出口公司则致力于打造一站式进口贸易服务平台,具体涵盖海外商品采购、物流清关服务及供应链金融服务等业务,目标为将全球好货依托义乌分销至海内外。在供应采购方面,公司主要通过源头直采、国内代理、代工等方式进行,经营商品包括家居生活、美妆护肤、母婴用品、零食酒水、文娱文创、玩具数码、跨境商品七大品类。销售方面,公司主要通过布局全国二级批发市场、与行业经销商合作等线下渠道以及通过短视频、直播、义乌市场官方网站 chinagoods 等线上渠道进行分销。2021 年以来商城集团的商品销售业务规模快速增长,但需关注国际贸易环境的变化对该业务的影响情况。

表 11: 商城控股 2020~2022 年及 2023 年 1~3 月商品销售业务产品情况(万元、%)

| 类别 | 2020 年 | | 2021 年 | | 2022 年 | | 2023.1~3 | |
|------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|------------|--------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 有色金属 | 180,362.24 | 82.45 | 210,398.90 | 44.79 | 157,002.54 | 24.08 | 49,078.83 | 30.09 |
| 其他 | 38,378.67 | 17.55 | 259,327.86 | 55.21 | 494,929.78 | 75.92 | 114,048.63 | 69.91 |
| 合计 | 218,740.91 | 100.00 | 469,726.76 | 100.00 | 651,932.32 | 100.00 | 163,127.46 | 100.00 |

注：“其他”产品包括进口日用消费品、食品、冷链产品、红酒等批发、零售商品。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：商城控股 2022 年有色金属前 5 名供应商情况（万元、%）

| 序号 | 名称 | 采购额 | 主要采购品种 | 占有色金属采购比例 |
|----|----------------|------------|--------|-----------|
| 1 | 浙江秦舟贸易有限责任公司 | 88,729.59 | 电解铜 | 56.52 |
| 2 | 宜昌兴发集团有限责任公司 | 29,437.89 | 电解铜 | 18.75 |
| 3 | 江西鼎峰数字科技有限公司 | 17,753.22 | 电解铜 | 11.31 |
| 4 | 陕煤集团神南产业发展有限公司 | 12,061.94 | 电解铜 | 7.68 |
| 5 | 资中县霆硕贸易有限责任公司 | 9,008.54 | 电解铜 | 5.74 |
| 合计 | | 156,991.18 | | 100.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 13：商城控股 2022 年有色金属前 5 名下游客户情况（万元、%）

| 序号 | 名称 | 销售额 | 主要销售品种 | 占有色金属的比例 |
|----|-----------------|------------|--------|----------|
| 1 | 山东淄矿物产有限公司 | 49,201.38 | 电解铜 | 31.34 |
| 2 | 浙江自贸区银舟商贸有限公司 | 22,363.84 | 电解铜 | 14.24 |
| 3 | 广东科力远高科技控股有限公司 | 13,732.27 | 电解铜 | 8.75 |
| 4 | 江苏远航进出口贸易有限公司 | 12,825.18 | 电解铜 | 8.17 |
| 5 | 宁波中策动力供应链管理有限公司 | 8,974.80 | 电解铜 | 5.72 |
| 合计 | | 107,097.47 | -- | 68.21 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

交通客运板块

交通客运业务经营范围较广，涉及公交、出租车、长途客运、客运场站经营等，其中城乡公交业务公益属性较强，得到义乌市政府重点支持，补贴力度较大，业务区域竞争力很强。2022 年起国际班列公司划出，交通客运板块收入将有所下降；同时受外部环境因素影响、私家车的普及和高铁的分流，该板块业务经营有所承压。

公司的交通客运业务主要由恒风集团下属子公司浙江恒风交通运输股份有限公司（以下简称“恒风交运”）、交旅集团和陆港集团下属子公司义乌市陆港国际班列有限公司（以下简称“国际班列公司”）负责运营。交通客运业务主要包括城乡公交、出租客运、长途客运和客运场站经营等，此外，恒风集团还涵盖汽车检修、环保检测、汽车广告、二手车交易服务等经营业务。2020 年新增国际班列交通业务且次年班列开行频次增加，成为交通客运板块收入的重要来源；但根据 2022 年 6 月 9 日义乌市委专题会议纪要（2022）6 号及《义乌市国资办关于义乌市陆港国际班列有限公司股权转让事项的批复》（义国资办发〔2022〕24 号），将陆港集团之全资子公司义乌市陆港国际班列有限公司 100%股权转让给义乌市顺和企业管理咨询有限公司，自 2022 年 1 月 1 日起，不再纳入合并范围。

2021 年，交通客运收入较上年同期继续大幅提升，主要系中欧班列开行所致。2022 年随着国际班列公司的划出，客运业务收入有大幅减少；同时，受外部环境因素影响、私家车的普及和高铁的分流，该板块业务经营有所承压。

表 14：2020-2023.Q1 公司交通客运营业收入情况（亿元）

| 类别 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|--------|------|------|------|----------|
| 公交运营 | 0.66 | 0.80 | 0.71 | 0.12 |
| 出租客运 | 0.11 | 0.20 | 0.15 | 0.09 |
| 长途客运 | 0.65 | 0.54 | 0.24 | 0.06 |
| 客运场站经营 | 0.15 | 0.12 | 0.07 | 0.01 |
| 高速公路运营 | 0.94 | 1.32 | 0.89 | 0.25 |

| | | | | |
|-----------|--------------|--------------|-------------|-------------|
| 国际班列 | 6.45 | 14.05 | -- | -- |
| 其他 | 1.96 | 1.83 | 1.32 | 0.58 |
| 合计 | 10.92 | 18.87 | 3.38 | 0.59 |

注：1、收入加总数与合计数有差异系四舍五入所致；2、“其他”类别主要包括汽车检测、二手车交易、停车业务等。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司城乡公交业务包括义乌市城区及城乡间的公交客运服务，主要由恒风交运下属公共交通分公司运营。截至 2023 年 3 月末，公交分公司拥有城区客运班线及城乡客运班线共 188 条，线路总长 3,393.25 公里，总车辆数 1,122 辆。公交客运业务公益属性较强，业务运营呈现亏损状态，补充主要依赖财政补贴，近年财政补贴金额较大。

表 15：2020-2023.Q1 公司城乡公交业务经营状况

| 业务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 车辆数（辆） | 1,210 | 1,167 | 1,170 | 1,114 |
| 公交线路（条） | 187 | 187 | 188 | 188 |
| 线路长度（公里） | 3,256.28 | 3,397.66 | 3,472.52 | 3,398.21 |
| 客运量（万人次） | 5,810.28 | 5,606.89 | 3,395.96 | 787.53 |
| 行驶里程（万公里） | 5,121.60 | 5,878.82 | 4,818.91 | 1,163.54 |
| 政府补贴（万元） | 47,712.04 | 48,278.13 | 32,753.15 | 17,140.00 |
| 车辆购置支出（万元） | 5,593.39 | 5,293.29 | 9,091.67 | 0.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司出租客运业务主要由恒风交运下属汽车出租分公司、义乌市联运有限公司和义乌市恒风运达出租客运股份有限公司负责运营。截至 2023 年 3 月末，共拥有营运出租车 367 辆，义乌市共有出租车公司 11 家，公司市场份额约占 28.12%左右。

公司长途客运业务主要由恒风交运下属义乌市恒风长途客运有限公司（以下简称“长途客运公司”）负责运营。长途客运公司客运网络遍布 7 个省市自治区，其中主要营运线路包括义乌至杭州、宁波等。截至 2023 年 3 月末，长途客运公司共有营运线路 59 条，营运车辆 121 辆。近年义乌市客流量逐年下降，加之高速铁路线路逐步增加，居民出行方式选择增多，致使长途客运业务收入有所下滑。

公司客运场站业务主要由恒风交运负责运营，恒风交运对停靠客运站的其他营运公司车辆收取代理费、站务费和停站管理费用。2022 年和 2023 年 1~3 月，公司实现客运周转量为 5,368.31 万人公里和 1,446.00 万人公里。

此外，高速公路运营业务主要系由交旅集团负责运营的义东高速。义东高速是浙江省重点工程，起点位于杭金衢高速后宅街道三里店村附近，终点位于甬金高速钱塘村附近，主线全长约 21.6 公里，双向六车道，设计时速 100km/h。义东高速是交旅集团承建并负责运营的高速公路工程，已于 2017 年底主体完工，并于 2018 年 1 月投入通车运营，交旅集团对通过义东高速路段的车辆按车型、行驶里程数收取通行费。

水务板块

公司水务业务涵盖自来水供应、污水处理及水务工程，产业链齐全，在义乌市具有明显的垄断优势，业务稳定性及可持续性均很强。

公司水务板块主要由水务集团负责经营。水务集团整合了全市水务资源，组建成集自来水供应、

污水处理为一体、城乡区域统一运营管理的水务经营集团，经营业务包括供水业务、污水处理、水务工程及水利工程四大板块。

表 16：公司水务板块收入情况（万元）

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 供水 | 34,524.58 | 42,339.61 | 43,088.95 | 7,839.84 |
| 污水处理 | 23,814.15 | 19,818.38 | 22,990.66 | 8,738.12 |
| 水务工程 | 29,789.96 | 25,402.69 | 27,051.73 | 4,731.91 |
| 水利工程 | 2,021.14 | 2,514.38 | 3,273.85 | 164.93 |
| 合计 | 90,149.83 | 90,075.06 | 96,405.19 | 21,474.80 |

注：收入加总数与合计数有差异系四舍五入所致

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

自来水供应方面，水务集团拥有江东、城北、上溪、苏溪、义南、卫星、强胜和城西八个供水厂，总供水能力 65 万吨/日，另浦江引水 3 万吨/日，合计供水能力 68 万吨/日。目前供水管网基本形成了以主城区为中心、覆盖义西、义北的供水网络格局，截至 2023 年 3 月末，水务集团所运营管理的供水管网总长 3,121.56 公里。水务集团供水及售水总量均保持稳步增长，供水业务发展良好。

表 17：公司自来水供水业务情况（万吨、%）

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|--------|--------|--------|-----------|----------|
| 供水量 | 15,389 | 16,952 | 17,406.41 | 3,745.82 |
| 售水量 | 13,328 | 14,870 | 15,460.10 | 3,128.75 |
| 供水产销差率 | 11.43 | 11.75 | 10.77 | 16.42 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

污水处理方面，水务集团承担了义乌市全市生活污水和部分工业企业废水处理和外排工作，目前拥有 10 个污水处理厂，分别为中心污水厂、江东污水厂、后宅污水厂、稠江污水厂、佛堂污水厂、大陈污水厂、苏溪污水厂、义亭污水厂、赤岸污水厂、双江湖净水厂（试运行），日污水处理能力达 67 万吨。公司在建项目主要系对双江湖（稠江）污水厂、赤岸污水厂、佛堂污水厂、苏溪污水厂、江东污水厂进行扩容扩建，增建新污水处理工艺线，并着手工业污水处理再利用，新建高新区武德净水厂，上述项目总投资预计 32.50 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 15.67 亿元，完成后公司日均城镇污水处理能力提升至 87 万吨。双江湖（稠江）净水厂主体已完工，佛堂、赤岸厂扩建、高新区武德净水厂、苏溪污水厂等项目已投入使用，江东污水厂扩建已开工建设。截至 2023 年 3 月末，公司污水处理厂扩建已投资 18.58 亿元。

水务工程收入一方面来源于从事管道敷设、管线安装等业务收取的安装工程费，另一方面来源于承包当地水务工程项目后转包收取的中介费用，服务对象既包括公司自身及下属公司，也对外承揽工程项目。水利工程营收贡献较小，主要系通过运营管理水库资产形成的原水出售收入和水力发电收入，其中原水出售业务既包括对公司自身供水业务的原水供应，也包括对于义乌市第三自来水有限公司及当地印染企业的原水售水收入。

仓储物流板块

仓储物流业务覆盖的物流场站在义乌市经济发展中发挥重要功能。2022 年受减免仓储租金影响，收入及利润均有所下降。随着未来义新欧铁路物流中心等在建物流场站完工，公司仓储物流业务将迎来新的增长，业务可持续性和稳定性较强；但在建项目尚需投资金额较大，未来存在一定的

资本支出压力。

公司仓储物流业务主要由陆港集团负责运营，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，拥有交通部道路货运二级资质，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，也是浙江省交通运输厅确定的重点扶持物流基地，业务可持续性 & 稳定性较强。

表 18：截至 2022 年末公司主要物流场站情况（平方米、万吨）

| 物流场站 | 占地面积 | 仓储面积 | 最近三年平均货运量 |
|-----------|---------|---------|-----------|
| 江北下朱货运市场 | 133,330 | 14,369 | 195.36 |
| 义乌保税物流中心 | 133,398 | 79,816 | 23.66 |
| 国内公路港物流中心 | 496,668 | 417,105 | 471.00 |
| 青口物流中心 | 207,000 | 73,709 | 222.94 |
| 福田物流中心 | 118,000 | 37,976 | 107.00 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从业务开展情况来看，目前陆港集团在经营管理的有江北下朱货运场、义乌保税物流中心和国内公路港物流中心等物流场站，2022 年仓储物流板块收入 2.60 亿元，毛利润为-3,527.03 万元，主要系减免仓储租金所致。项目建设方面，在建物流站场为义新欧铁路物流中心，占地面积 39.17 万平方米，仓储面积 4.39 万平方米，总投资为 20.30 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资为 13.40 亿元，项目建成后将根据物流仓储区以及多式联运中心的规模，预计物流费用将达到 20 亿元，再加上信息费、海关监管、临时堆箱、提箱费用、仓库租金等费用，预计年收入为 57 亿元。“义甬舟大通道”福田物流园区总投资 42.00 亿元，项目占地约 835 亩，分为智能仓储区、零担快运区、供应链中心区与配套服务区，总建筑面积约 150 万平方米。收入来源主要为仓储租金收入、配套服务用房租金收入和停车收入，预计总收入 10.85 亿元，截至 2023 年 3 月末已投资 3.00 亿元。

除传统的仓储物流业务外，陆港集团已向电子商务相关业务拓展，在建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 159.90 万平方米，预计总投资约 80.80 亿元，截至 2023 年 3 月末，已投资 34.95 亿元，尚需投资额较大。

基础设施建设板块

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，业务竞争力、稳定性和可持续性很强。但公司在建项目尚需投资金额较大，项目后续回款情况值得关注。

公司基础设施建设板块主要由城投集团、交旅集团和陆港集团三大集团负责经营，其中城投集团是义乌市最大的市政基础设施施工建设主体，主要负责义乌市各项城市基础设施建设工程的开发建设；交旅集团为义乌市最重要的公路建设主体，主要负责义乌市公路建设与养护，疏港高速、城际轨道交通、甬金铁路、杭长铁路等项目建设；陆港集团是以义乌市国际物流园区、国内物流园区、保税物流园区、快递物流园区以及国际航空港等项目的投资、建设与管理为主的国有企业，主要负责市场及物流配套基础设施建设。公司承担了义乌市大部分的工程建设项目，业务区域竞争力很强。

业务模式上，主要采取委托建设的运作模式，直接由相应集团与义乌市政府签订委托开发协议，市政基础设施建设收入为市政基础设施建设成本加成一定比例的投资收益，公司每年根据财政局实际出具的确认函确认代建项目及建设成本，义乌市政府根据此拨付资金。收入确认方面，各集团根据财政局出具的确认函确认代建项目及相应金额并结转相应成本。

从业务开展情况来看，2020~2022 年，公司基础设施建设收入规模波动较大，2022 年同比大幅下降主要系符合收入确认条件的基建项目减少所致。截至 2023 年 3 月末，公司已完工的项目有 03 省道义乌段改建工程二期工程（稠大公路至苏福路段、环城南路至上佛路段）、临安至缙云公路义乌城西至佛堂段（疏港快速路）、佛堂二小等项目，已投资 146.02 亿元，已回款 99.20 亿元，由于历史原因，公司部分项目已完工但尚未回款，相关回款情况值得关注。截至 2023 年 3 月末，公司主要在建基础设施建设项目包括机场路立交化改造工程等项目，仍有近 140 亿元的投资需求，未来存在较大的资本支出压力。

表 19：截至 2023 年 3 月末公司主要在建基础设施建设项目情况（万元）

| 序号 | 项目名称 | 建设期间 | 项目总投资 | 已投资金额 | 已回款 |
|----|-------------------------------|-----------|------------|------------|-----------|
| 1 | 金融商务区一期（地下空间）市政设施工程 | 2017-2023 | 114,207.00 | 49,646.28 | 65,800.00 |
| 2 | 博物馆新馆、美术馆项目 | 2016-2024 | 63,098.00 | 73,166.79 | 13,220.00 |
| 3 | 机场路立交化改造工程三阶段 | 2019-2023 | 432,810.00 | 154,003.24 | 22,500.00 |
| 4 | 机场路立交化改造工程二阶段 | 2018-2023 | 149,514.00 | 64,146.41 | 10,900.00 |
| 5 | 铁路综合枢纽 | 2015-2023 | 154,883.00 | 118,958.00 | 30,200.00 |
| 6 | 规划 S214、S215 义乌江东至赤岸公路工程 | 2018-2021 | 351,300.00 | 137,188.00 | 30,299.02 |
| 7 | 安吉至洞头公路义乌赤岸至永康交界段公路工程 | 2018-2021 | 118,890.00 | 53,648.00 | 6,124.33 |
| 8 | 临安至苍南佛堂互通至上佛路段工程 | 2018-2021 | 107,420.00 | 74,524.00 | 18,811.89 |
| 9 | G527 至规划 S215 义乌江东连接线工程 | 2018-2021 | 133,209.00 | 81,137.00 | 23,720.00 |
| 10 | 义浦二线拓宽工程 | 2019-2021 | 53,859.00 | 13,723.00 | - |
| 11 | 金义东路面整治 | 2020-2021 | 22,081.00 | 12,485.00 | 3,000.00 |
| 12 | 西门老街历史文化开发项目 | 2021-2024 | 260,000.00 | 15,158.00 | 8,000.00 |
| 13 | 铁路义乌站综合交通枢纽站前广场工程 | 2021-2023 | 57,336.70 | 28,957.00 | - |
| 14 | 义乌国际生产资料市场配套道路工程（一期） | 2016-2021 | 86,915.00 | 63,107.00 | 46,597.00 |
| 15 | 国际生产资料市场支路工程(开创路以东) | 2016-2021 | 31,339.00 | 20,029.00 | 18,850.00 |
| 16 | 国际生产资料市场开创路东侧、雪峰西路南侧道路工程 | 2012-2021 | 16,230.00 | 8,693.00 | 9,704.00 |
| 17 | 国际生产资料市场开创路西侧、雪峰路西路北侧道路 | 2012-2021 | 21,135.00 | 11,498.00 | 4,103.00 |
| 18 | 义乌国际生产资料市场雪峰以北综合管廊工程 | 2013-2021 | 11,469.00 | 5,715.00 | 3,090.00 |
| 19 | 义乌杨村溪改造工程 | 2013-2021 | 10,178.00 | 5,669.00 | 3,937.00 |
| 20 | 集聚区富港大道(西城路-03 省道)工程 | 2013-2021 | 33,159.00 | 21,857.00 | 13,283.00 |
| 21 | 内陆口岸场站二期配套工程（指挥部） | 2013-2021 | 17,215.00 | 21,274.00 | 12,213.00 |
| 22 | 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 | 2014-2021 | 21,765.00 | 24,499.00 | 10,314.00 |

| | 路、荷花街工程) | | | | |
|----|---|-----------|--------------|--------------|------------|
| 23 | 义乌机场航空口岸配套设施工程 | 2014-2021 | 20,025.00 | 24,241.00 | 31,500.00 |
| 24 | 义乌市飞行区改造工程 | 2013-2021 | 50,000.00 | 49,044.00 | 42,391.00 |
| 25 | 物流仓储区配套道路一期工程(配套道路弘贸路、汇通路、荷花街、伏龙山路市政工程) | 2013-2021 | 13,323.00 | 7,003.00 | 8,398.00 |
| 26 | 国际陆港物流园区-电商仓储区配套道路一期工程 | 2019-2021 | 27,519.00 | 8,927.00 | 318.00 |
| 27 | G235 义乌龙回至祥贝段改建工程(一期) | 2022-2025 | 97,102.00 | 16,624.00 | 13,200.00 |
| 28 | G235 国道义乌(上佛路~金东区界)段工程 | 2023-2025 | 77,386.50 | 5,625.00 | 3,000.00 |
| 合计 | | | 2,553,368.20 | 1,170,545.72 | 453,473.24 |

注：1、部分总投资和已投资额较之前年度披露数据存在差异系不同口径统计口径不同所致；2、部分项目实际建设期与预计工期存在差异。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

酒店服务及展览广告板块

公司旗下的酒店均位于义乌市的商贸区域，地理位置上具有一定优势；酒店服务业务易受外部环境因素影响，且同业竞争加剧，公司酒店服务收入和入住率有所波动；公司的展览广告业务具有较高的专业水平，但广告展览业务盈利能力较低，利润空间有限，近年受外部环境因素影响较大，该业务收入具有不稳定性，业务可持续性较弱。

公司酒店服务业务板块主要由市场集团本部及商城集团负责经营。截至 2023 年 3 月末，公司及其下属子公司现有 7 家运营中的酒店，其中，市场集团本级拥有五星级酒店义乌国际会议中心(幸福湖酒店)，并委托商城集团经营，商城集团拥有海洋酒店、银都酒店、商城宾馆、雅屋博览酒店、银都璟悦酒店、银都雅悦酒店 6 家涉外星级酒店。酒店服务业务易受外部环境因素影响，且同业竞争加剧，公司酒店服务收入和入住率有所波动。

表 20：2020~2023.Q1 公司持有酒店经营情况(%、万元)

| 酒店 | 2020 | | 2021 | | 2022 | | 2023.1~3 | |
|----------|-------|----------|-------|----------|-------|----------|----------|----------|
| | 入住率 | 营收 | 入住率 | 营收 | 入住率 | 营收 | 入住率 | 营收 |
| 义乌国际会议中心 | 41.23 | 8,030.56 | 41.23 | 8,030.56 | 31.35 | 5,480.80 | 40.92 | 1,906.75 |
| 海洋酒店 | 29.83 | 4,025.28 | 29.83 | 4,025.28 | 63.26 | 3,874.78 | 29.86 | 838.46 |
| 银都酒店 | 30.76 | 3,875.43 | 30.76 | 3,875.43 | 45.93 | 7,433.06 | 72.34 | 2,641.97 |
| 商城宾馆 | 50.35 | 4,249.38 | 50.35 | 4,249.38 | 43.32 | 3,884.64 | 55.55 | 1,406.15 |
| 雅屋博览酒店 | 39.49 | 4,892.54 | 39.49 | 4,892.54 | 82.71 | 3,824.28 | 29.65 | 877.49 |
| 银都雅悦 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 19.10 | 861.59 |
| 银都璟悦 | -- | -- | -- | -- | -- | -- | 6.34 | 30.37 |

注：1、上表营收数据未包含除市场集团本部及商城集团以外其他子公司零星酒店收入；未剔除内部关联交易金额；2、2022 年雅屋博览酒店被征用为隔离酒店，入住率包括征用数据。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司展览广告业务主要由商城集团、恒风集团及城投集团负责经营。其中，商城集团主要经营各类专业博览会及各专业市场广告牌；恒风集团主要经营公交车体广告、客运场站广告及公交电视等媒体；城投集团主要经营城市户外广告牌。因外部环境因素影响，2021 年、2022 年举办各类展会数量减少，营收有所缩减，业务稳定性较弱。

股权投资板块

公司开展国有资本经营和股权管理，实行市场化股权基金投资，退出时产生项目收益为公司利润提供重要补充，大部分所投项目尚未到退出期，后续项目的退出情况及收益情况值得关注。

公司股权投资业务板块主要由商城集团子公司义乌中国小商品城金融控股有限公司（以下简称“商城金控”）及义乌市金融控股有限公司（以下简称“义乌金控”）负责运营。业务模式上，公司与国内创投机构如 IDG 资本、北京联创永宣、清控紫荆资本等合作开展市场化股权基金投资，并使用基金招商模式，招引产业项目落地义乌，盈利来源主要为退出时产生的项目收益，管理费率基本为认缴出资的 1%-2%，退出机制基本为上市退出、股权回购等。

从业务开展情况来看，截至 2023 年 3 月末，商城集团续存在管项目 28 个，认缴投资金额 53.74 亿元，已出资金额 41.97 亿元，目前已获得投资收益 3.08 亿元。同期末，义乌金控存量投资项目 17 个，认缴投资金额 86.31 亿元，已出资金额 74.36 亿元，目前义乌金控已退出义乌和谐明芯股权投资合伙企业（有限合伙），获得投资收益 1.98 亿元。

表 21：公司主要投资项目情况（亿元）

| 项目/基金名称 | 成立时间 | 计划总规模 | 合并口径认购比例 | 合并口径已实缴金额 | 认购资金来源 | 行业分布 | 投资期限 |
|------------------------|------------|--------|----------|-----------|--------|--|-------------------------|
| 义乌市弘义股权投资基金合伙企业（有限合伙） | 2019/1/4 | 20.01 | 99.95% | 16.80 | 自有资金 | 信息、环保、医疗健康、高端装备制造、一带一路等 | 10 年（7+3），可延长 2 年 |
| 和谐成长二期（义乌）投资中心（有限合伙） | 2016/10/18 | 67.33 | 22.27% | 15.00 | 自有资金 | TMT、文化创意、医疗、大消费、高端制造、新能源等 | 8 年（4+4），投资期退出期均可延长 1 年 |
| 义乌惠商紫荆二期投资合伙企业（有限合伙） | 2016/12/30 | 10.61 | 84.83% | 8.50 | 自有资金 | 消费升级、人居环境、信息技术、节能环保、医疗健康、文化创意和市场整合提升等战略性新兴产业子基金 | 10 年（3+7），可延长 1 年 |
| 义乌和谐锦弘股权投资合伙企业（有限合伙） | 2017/6/2 | 108.02 | 29.62% | 32.00 | 自有资金 | 制造与新能源行业，包括 LED 太阳能/芯片设计制造/消费电子，智能装备/工业自动化/半导体设备，新能源汽车/无人驾驶等 | 7 年（5+2），可延长 2 年 |
| 义乌华芯远景创业投资中心（有限合伙） | 2020/4/30 | 13.97 | 8.59% | 1.20 | 自有资金 | 半导体、集成电路、机器人、智能硬件、高端装备制造、TMT（科技-传媒-信息）、先进服务业等战略新兴行业 | 8 年（4+4），可延长 2 年 |
| 义乌韦豪创芯一期股权投资合伙企业（有限合伙） | 2020/11/23 | 10.00 | 30% | 3.00 | 自有资金 | 聚焦于泛半导体产业先进技术、工艺、产品领域，围绕半导体产业行业龙头企业产业生态搭建为主的高成长项目 | 5 年（3+2），可延长 2 年 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，公司的财务状况良好，财务风险处于较低水平，公司资产主要由基础设施建设板块和房地产开发板块形成的存货、在建工程、长期应收款和其他非流动资产，以及股权投资板块形成的其他非流动金融资产，资产收益性较好，整体资产质量较高；公司总资产规模和所有者权益规模较大，资本实力很强；2022 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平下降，预计未来随着利润水平的恢复，覆盖能力将有所好转；但公司财务杠杆水平较高，总债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

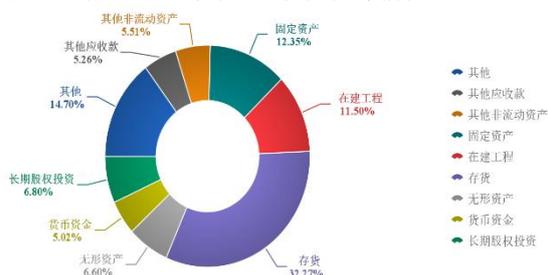
资本实力与结构

跟踪期内，持续获得的政府支持提升了公司的资本实力，资产规模保持增长趋势；资产流动性偏弱，但资产收益性较好，整体资产质量较高；公司财务杠杆率偏高，资本结构有待优化。

作为义乌市最重要及最大的国有资产经营及基础设施投资运营主体，公司地位重要，近年来公司持续获得政府在项目资本金注入、财政补贴及股权划转等形式的支持，公司资本实力逐年增强。公司业务规模有所扩张，资产规模整体呈增长态势。

公司目前形成了以市场经营、房地产开发业务、商品销售业务、基础设施业务和仓储物流等为主的业务格局，资产主要由基础设施建设板块和房地产开发板块形成的存货、在建工程、长期应收款和其他非流动资产，以及股权投资板块形成的其他非流动金融资产，并呈现以非流动资产为主的资产结构，其占总资产的比重超过 55%。公司拥有上市公司小商品城股权，小商品城是我国最大的商品交易平台之一，在全国商贸行业范围内具有明显的品牌优势，能为公司带来稳定的租金收入；拥有较大规模投资性房地产及水务资产，能带来一定规模的商品房销售收入和供水收入，且 2022~2023 年一季度，政府无偿划入了广告、停车位等特许经营权（评估价值 20.24 亿元）、水库水资源使用权（评估价值 11.53 亿元），未来可增加经营收入贡献，资产收益性较好；基础设施建设板块形成的资产主要计入在存货、在建工程和其他非流动资产中，该业务垫付资金规模较大且整体回款缓慢，对资产变现能力造成一定影响；股权投资业务形成的其他非流动金融资产可产生一定的投资收益；此外公司始终保有一定规模的货币资金且受限货币资金规模较小。总体来看，公司整体流动性偏弱，但收益性较好，资产质量较高。

图 1：截至 2022 年末公司资产分布情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

图 2：截至 2022 年末公司权益情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，公司在项目资本金注入及股权、资产等划入方面持续获得政府支持，但 2021 年建投集团项目集中交付，原计入资本公积的项目资本金抵消项目款，使得当年资本公积有所减少，受益于利润留存积累，未分配利润大幅增加，带动经调整的所有者权益有所增长；2022 年建投集团项目交付仍对冲 9.95 亿元资本公积，但同时财政注资等形成资本溢价 28.06 亿元以及政府无偿划转公

共区域停车位和广告资源特许经营权，使得其他资本公积增加了 25.16 亿元；2023 年一季度，义乌市国资办将持有义乌市双江湖开发集团有限公司 40% 股权无偿划转至公司，将义乌市内水库水资源使用权无偿划入水务集团，推升了所有者权益规模，预计未来政府将持续向公司提供资金、资产、股权等方面的支持，公司所有者权益将进一步增厚，资本实力将继续提升。

财务杠杆方面，近年来公司资产负债率处在 73%~75% 区间，处于行业内偏高水平。受益于自有资本实力的增强，公司总资本化率水平呈波动下降趋势，截至 2023 年 3 月末，总资本化比率为 68.62%。

表 22：近年来公司主要财务状况（亿元、%）

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|-------------|----------|----------|----------|----------|
| 总资产 | 2,094.73 | 2,200.20 | 2,327.65 | 2,437.86 |
| 经调整的所有者权益合计 | 483.87 | 511.17 | 546.19 | 600.40 |
| 总债务 | 1,219.49 | 1,181.14 | 1,259.34 | 1,312.77 |
| 短期债务占比 | 30.76 | 40.30 | 40.18 | 41.40 |
| 资产负债率 | 74.19 | 74.68 | 74.24 | 73.04 |
| 总资本化比率 | 71.59 | 69.79 | 69.75 | 68.62 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

现金流分析

公司收入质量一般，跟踪期内经营活动贡献的现金净流由正转负，经营获现能力较为一般，且大规模的对外投资加大资金缺口，经营发展对外部融资有较强依赖性，再融资能力及融资监管政策变化对公司的影响需持续关注。

跟踪期内，公司业务持续推进，但因外部因素影响，市场类业务收入规模有所下降，公司收入下滑；受主要收入板块中基础设施建设、安置房销售等回款较为缓慢，导致公司销售商品、提供劳务收到的现金规模未能与营业收入相匹配，2021 年开始收现比比率始终小于 1，公司收入质量一般。

公司经营活动净现金流受基础设施建设、房地产销售等现金收支及其他与经营活动有关的现金收支影响较大。2020 年公司经营活动净现金流持续呈现净流入状态，主要系往来款呈现净流入所致。2021 年，公司建设项目集中进入结算回款期，且商品销售规模增加，使得销售商品、提供劳务收到的现金数额大幅增加，当期公司经营活动净现金流大幅增长；2022 年，受收到其他与经营活动有关的现金大幅下降，且受外部环境因素影响，市场经营类业务现金流有所下降，而业务投入需求仍位于高位，当年经营活动净现金流由正转负。跟踪期内公司经营活动获现能力总体表现一般。

2021 年投资活动现金流量净额转正，主要系当期收回投资收到现金大量增加所致。2022 年投资活动现金流量净额为负且缺口较大，主要系收回投资收到的现金、收到其他与投资活动有关的现金减少所致。根据其自身发展计划及投资业务的定位，预计公司未来一两年内投资活动现金流仍将呈现净流出状态。

跟踪期内，如前所述，公司主要依赖于银行借款和发行债券来弥补投资和经营活动产生的资金缺口，需持续关注公司在资本市场的再融资能力及融资监管政策变化。2022 年受当期经营活动现金回流较大且公司采取一定债务管理措施，取得借款收到的现金减少，使得当年筹资活动净现金流

为负。此外，受益于股东的持续支持，2020~2023 年 3 月末，公司吸收投资收到的现金合计 102.50 亿元，亦是其资金补充的重要渠道。总体来看，公司通过外部债务融资叠加政府拨款等融资方式筹集资金，可部分满足经营和投资活动资金需求。

表 23：近年来公司现金流情况（亿元、%）

| 项目 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|---------------|--------|--------|--------|----------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 38.12 | 99.13 | -14.27 | 11.10 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -86.85 | 19.42 | -63.69 | -19.49 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 60.91 | -79.47 | 16.79 | 50.12 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 12.16 | 38.77 | -60.89 | 41.72 |
| 收现比 | 1.04 | 0.99 | 0.89 | 0.95 |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

偿债能力

公司债务规模整体呈增长态势，债务负担相对较重，但债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理；2022 年公司 EBITDA 和经营活动净现金流对利息的覆盖水平下降，预计未来随着利润水平的恢复，覆盖能力将有所好转。

随着经营业务的持续发展、投资支出的逐年增长，公司外部债务融资需求不断推升，跟踪期内债务规模整体呈现增长趋势。公司债务以银行借款、债券发行为主，同时有一定规模的非标借款，债务类型及渠道较多元；2021 年~2023 年一季度末公司短期债务占比相对平稳，债务仍以长期为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

表 24：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

| | 1 年以内（含 1 年） | 1-2 年 | 2-3 年 | 3 年以上 |
|------|--------------|--------|--------|--------|
| 银行借款 | 225.12 | 38.68 | 41.04 | 177.09 |
| 债券融资 | 268.21 | 161.49 | 142.36 | 55.40 |
| 信托融资 | 7.00 | 2.00 | 0.90 | 1.10 |
| 其他融资 | 36.79 | 17.55 | 40.03 | 27.52 |
| 合计 | 537.12 | 219.72 | 224.33 | 261.11 |

注：上表不包含计入其他权益工具的永续债券。

资料来源：公司提供

EBITDA 构成中折旧、费用化利息支出和利润总额占比较高。受外部环境因素影响，公司实施减租政策，使得营业收入及毛利率下降，同时政府补助减少、管理费用增加、汇兑损失使得财务费用增加等多重因素导致 2022 年为负利润，使得当年 EBITDA 大幅下降，无法对利息形成有效覆盖。预计随着未来外部环境好转，利润水平恢复后，EBITDA 对利息的保障能力将有所回升。同年，经营活动净现金流为净流出，无法对利息形成覆盖。

表 25：近年来公司偿债能力指标（亿元、%）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3 |
|----------------|----------|----------|----------|----------|
| 总债务 | 1,219.49 | 1,181.14 | 1,259.34 | 1,312.77 |
| 短期债务占比 | 30.76 | 40.30 | 40.18 | 41.40 |
| EBITDA | 60.50 | 83.40 | 47.81 | -- |
| EBITDA 利息覆盖倍数 | 1.30 | 1.62 | 0.92 | -- |
| 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 0.82 | 1.93 | -0.27 | -- |

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，公司受限资产规模不大，截至 2023 年 3 月末，除收益权、应收账款等不可计量的资产外，发行人受限资产的账面价值合计 284.48 亿元人民币+0.16 亿美元，占总资产的比重为 11.71%，仍有一定的抵质押空间。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保余额为 91.85 亿元，占同期末净资产的比例为 13.97%，其中，公司子公司义乌市农信融资担保有限公司和义乌市诚信融资担保有限公司对外担保责任总余额分别为 40.41 亿元和 0.25 亿元，截至 2023 年 3 月末的应收代偿款合计 3.71 亿元。公司对外担保金额较大，担保子公司存在应收代偿款等事宜，存在一定代偿风险。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

公司下属子公司商城金控与上海阜兴实业集团有限公司（以下简称“阜兴实业”）作为有限合伙人设立义乌小商品城阜兴投资中心（有限合伙）（以下简称“产业基金”）；商城金控和产业基金作为有限合伙人设立义乌商阜创智投资中心（有限合伙）（以下简称“商阜创智基金”）。由于阜兴实业实际控制人朱一栋涉嫌犯罪，商阜创智基金所持有的湖北资管公司 22.667%股权被上海公安局冻结。截至财务报表批准报出日，相关股权仍处于冻结状态。

据公司下属子公司商城集团 2017 年 12 月发布的公告其下属的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。因信用证纠纷事项，商城贸易公司和商城集团被中国银行股份有限公司义乌市分行（以下简称“中行义乌分行”）提起诉讼，诉讼金额为 1.14 亿元。2021 年 6 月 25 日，中行义乌分行将涉案信用证项下的债权本金及利息、复利、违约金、赔偿金等全部权利转让给中国信达资产管理股份有限公司浙江省分公司（以下简称“信达资产”），信达资产就该信用证纠纷一事再次向金华中院提起民事诉讼，公司下属子公司商城贸易公司和商城集团列为被告，诉讼金额为 1.14 亿元。商城集团已于 2018 年度计提预期负债 110,620,306.10 元。上述案件最终判决结果仍具有不确定性，若发行人未能胜诉，仍可能面临一定经济损失。

假设与预测²

假设

- 2023 年，公司仍作为义乌市重要的基础设施建设及政府重点项目建设经营主体，政府无偿划入双江湖集团 40%股权以及 11 座水库水资源使用权，提升公司资本实力。
- 2023 年，公司各政府类业务板块稳步发展，经营类业务运营情况好转。
- 2023 年，公司投资支出保持一定增长，投资净增加额在 30~50 亿元左右。
- 公司债务规模较上年有所增长，净增债务规模约 15 亿元。

预测

表 26：公司重点财务指标预测情况

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

| | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 年预测 |
|-------------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率 (%) | 69.79 | 69.75 | 60.84~74.36 |
| EBITDA 利息保障倍数 (X) | 1.62 | 0.92 | 1.12~1.68 |

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

截至 2022 年末公司可动用账面资金约为 106.13 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。截至 2023 年 3 月末，公司尚未使用授信额度为 499.82 亿元，备用流动性较为充足。此外，义乌市经济基础好，公司作为义乌市最重要的国有资产管理 and 基础设施投资运营主体，可持续获得政府的资金支持；而且得益于公司在金融市场良好的认可度，近年来在债券市场表现较为活跃，截至 2023 年 5 月 18 日，在手批文约 38 亿元，预计公司未来的再融资渠道将保持畅通，但相关政策及融资环境对公司再融资能力的影响值得关注。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年投资支出主要集中于公司在建及拟建项目的建设推进。同时，公司短期债务到期规模较大，截至 2023 年 3 月末，公司未来一年的到期债务约 543.43 亿元。综上所述，公司流动性充足，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司注重可持续发展，战略规划清晰，内控管理相对健全，但能源与资源相关信息等披露较少，ESG 综合水平仍有提升空间。

环境方面，公司能源与资源相关信息披露较少，目前尚未受到监管处罚。整体来看，公司在排放物管理在房地产开发行业处于前列，环境管理等方面表现良好。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全，员工稳定性较强，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。公司在投资者责任、安全管理等方面表现良好。

治理方面，义乌国资战略规划清晰，对下属子公司在发展战略、投融资、对外担保、高管任命等方面实际管控较强，内部规章制度和内控制度较为健全，公开市场中信息披露较为及时。总体来看，公司治理方面表现较好。

外部支持

中诚信国际认为，义乌市政府的支持能力强，主要体现在以下方面：

义乌市是全球最大的小商品出口基地，同时在服装、饰品、拉链、针织、印刷、玩具、工艺品等

³中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

领域也是全国重要生产加工基地。近年来，义乌市依托小商品贸易的产业优势，区域经济实力不断提升；同时，随着义乌国际贸易综合改革试点及中国（浙江）自由贸易试验区的深化发展和固定资产投资力度的加大，义乌市经济和财政实力稳居金华市首位；同时，义乌市广义债务率相对较低，在浙江省内处于中下游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

同时，义乌市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：

- 1) 区域重要性强：公司系义乌市最重要的基础设施建设及国有资产运营主体，城投集团、建投集团、水务集团、市场集团及交旅集团均系公司子公司，承担了区域内基础设施和安置房建设，同时在交通客运和水务领域具有垄断地位，且商城集团从事的市场经营业务对义乌的小商品市场发展具有重要作用，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度很高：公司由义乌市国资办直接控股，根据政府意图承担区域内基础设施和重点建设项目建设等投融资任务，股权结构和业务开展均与市政府具有很高的关联性。
- 3) 过往支持力度大：公司在获得项目建设专项资金拨付、财政补贴等方面有良好记录，政府资金注入对公司资本支出具有重要支撑。除直接的资金支持外，义乌市政府还以股权划入、资产注入等形式对公司提供支持。

表 27：义乌市级平台比较（亿元、%）

| 名称 | 大股东及持股比例 | 职能定位与分工 | 总资产 | 所有者权益 | 资产负债率 | 营业总收入 | 净利润 | 债券余额 |
|-------------------|--------------------|---|----------|--------|-------|--------|-------|--------|
| 义乌市国有资本运营有限公司 | 义乌市国资办 85.5618% | 义乌市最重要的国有资产经营及基础设施投资运营主体 | 2,327.65 | 546.19 | 74.24 | 266.79 | -3.89 | 319.50 |
| 义乌市城市建设投资集团有限公司 | 义乌国资 90.77% | 义乌国资全资子公司，系义乌市重要的城市基础设施投资建设主体 | 388.68 | 101.20 | 73.96 | 27.80 | -2.22 | 44.48 |
| 义乌市交通旅游产业发展集团有限公司 | 义乌国资 100% | 义乌国资全资子公司，系义乌市最重要的公路建设主体 | 281.79 | 106.61 | 62.17 | 5.75 | -4.59 | -- |
| 义乌市建设投资集团有限公司 | 义乌国资 100% | 义乌国资全资子公司，系义乌市最主要的保障房项目建设主体，承担着义乌市城乡新社区集聚及城市更新项目建设等重要任务 | 407.69 | 87.97 | 78.42 | 80.48 | 5.80 | 26.51 |
| 义乌市产业投资发展集团有限公司 | 义乌经开区管委会 50.98% | 义乌市重要的工业项目建设投融资主体 | 252.31 | 78.94 | 68.35 | 4.07 | 0.95 | -- |
| 义乌市双江湖开发集团有限公司 | 义乌市国资办 100.00% | 义乌市国资办下属国有企业，系义乌市双江湖区块基础设施建设主体 | 293.53 | 82.13 | 72.02 | 6.29 | 0.22 | 29.00 |

注：义乌市产业投资发展集团财务数据为截至 2021 年末数据；债券余额为截至 2023 年 5 月 21 日数据。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，义乌市政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来强的外部支持。

同行业比较

中诚信国际认为，义乌国资与余姚舜财、诸暨国资等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力和支持意愿均强，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，义乌市与余姚市和诸暨市等的行政地位、经济财政实力相当，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。义乌国资与上述平台均为市国资委实际控制的最重要的城市基础设施建设和国有资产投资及运营主体，当地政府对它们均有强的支持意愿。

其次，义乌国资的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势，业务结构较为元化。

然后，义乌国资的财务风险在同业中处于适中水平。公司资产规模中等，净资产低于比较组平均水平；财务杠杆较高；债务结构相对合理，EBITDA 对利息覆盖能力处于较高水平；融资额高于平均水平，债券市场认可度较高，再融资能力较强。

表 28：2022 年同行业对比表

| | 义乌市国有资本运营有限公司 | 余姚市舜财投资控股有限公司 | 诸暨市国有资产经营有限公司 |
|------------------|--|---|--|
| 最新主体信用等级 | AA ⁺ | AA ⁺ | AA ⁺ |
| 地区 | 义乌市 | 余姚市 | 诸暨市 |
| GDP（亿元） | 1,835.54 | 1,513.59 | 1,658.84 |
| GDP 增速（%） | 4.60 | 1.9 | 4.60 |
| 人均 GDP（万元） | 9.73 | 11.99 | 13.60 |
| 一般公共预算收入（亿元） | 132.90 | 120.74 | 90.28 |
| 公共财政平衡率（%） | 83.22 | 81.06 | 73.18 |
| 政府债务余额（亿元） | 235.61 | 194.85 | 294.89 |
| 控股股东及持股比例 | 义乌市国资办 85.56% | 余姚市国有资产管 理办公室 90% | 诸暨市国有资产监 督管理委员会 90% |
| 职能及地位 | 义乌市最重要的国有 资产经营及基础设施 投资运营主体 | 余姚市市属国企集 中统一出资平台， 余姚市最大的国有 投资运营集团 | 诸暨市最主要的国 有资产运营及管理 主体 |
| 核心业务及收入占比 | 房地产开发 39.84%、商品销售 36.20%、市场经营 6.90%、基础设施 3.78%、交通客运 1.22% | 项目代建回购 15.15%、土地整理 18.02%、货物销售 22.62%、天然气收 入 7.29%、安置房 销售 5.48%、围涂 开发 4.32% | 铜材贸易 24.14%、 薄膜业务 13.17%、 工程建设、工程建 设 24.02% |
| 总资产（亿元） | 2,327.65 | 1,819.95 | 2,471.50 |
| 经调整的所有者权益合计（亿元） | 546.19 | 669.31 | 756.34 |
| 总债务（亿元） | 1,259.34 | 795.50 | 1202.34 |
| 总资本化比率（%） | 69.75 | 57.98 | 64.05 |
| 营业总收入（亿元） | 266.79 | 95.81 | 115.17 |
| 净利润（亿元） | -3.89 | 5.95 | 4.14 |
| EBITDA（亿元） | 47.81 | 14.16 | 38.68 |
| EBITDA 利息覆盖倍数（X） | 0.92 | 0.27 | 0.60 |

| | | | |
|-------------------|--------|--------|---------|
| 经营活动产生的现金流量净额（亿元） | -14.27 | 2.99 | -209.87 |
| 可用银行授信余额（亿元） | 499.82 | 830.96 | 519.62 |
| 债券融资余额（亿元） | 319.50 | -- | 191.20 |

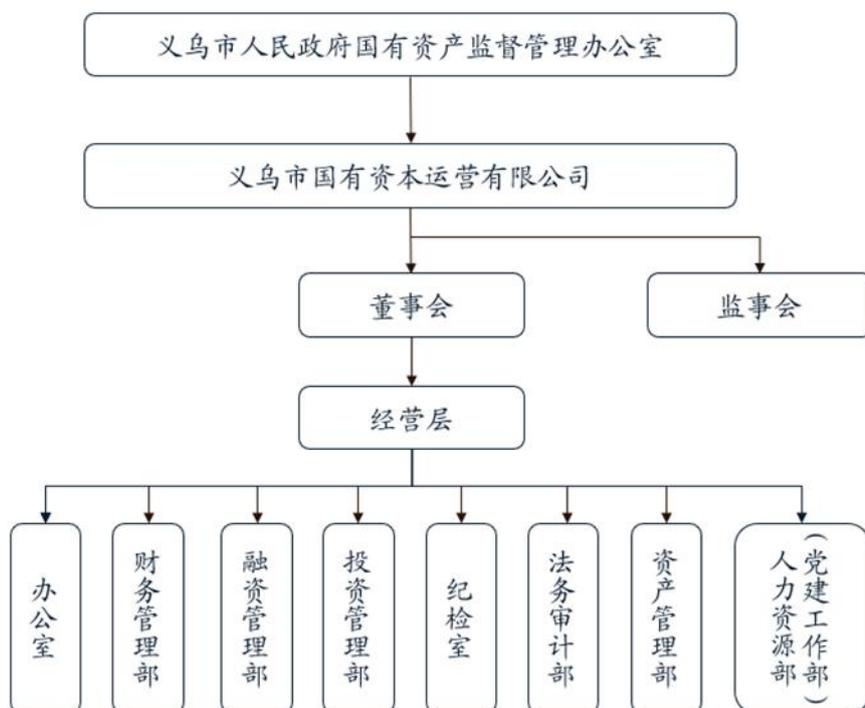
注：1、债券余额为截至 2023 年 5 月 21 日数据；2、义乌国资和余姚舜财可用银行授信余额为截至 2023 年 3 月末数据；诸暨国资可用银行授信余额为截至 2022 年末数据；3、余姚舜财和诸暨国资总债务、总资本化比率、EBTIDA 和 EBITDA 利息覆盖倍数为 2021 年数据，其余财务数据为 2022 年数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

评级结论

综上所述，中诚信国际维持义乌市国有资本运营有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 义乌 01”、“20 义乌 02”、“20 义乌 05”、“20 义乌 07”、“19 义纾 01”、“21 义创 01”、“21 义乌 01”、“22 义乌 01”、“22 义乌 03”、“20 义乌国资（疫情防控债）MTN002”、“20 义乌国资 MTN003”、“20 义乌国资 MTN004”、“20 义乌国资 MTN005”、“21 义乌国资 MTN001”、“21 义乌国资 MTN004”、“21 义乌国资 MTN005”、“21 义乌国资 MTN006”、“21 义乌国资 MTN007”、“22 义乌国资 MTN001”、“22 义乌国资 MTN002”、“22 义乌国资 MTN003”、“22 义乌国资 MTN004”、“22 义乌国资 MTN005”、“22 义乌国资 MTN006”、“23 义乌国资 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁺**。

附一：义乌市国有资本运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



注：原义乌市国资办无偿划转 5% 股权至义乌市数智产业发展集团有限公司基准日为 2022 年 12 月 31 日，目前工商变更已完成。
资料来源：公司提供

附二：义乌市国有资本运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 货币资金 | 1,719,851.38 | 1,854,869.85 | 1,167,810.88 | 1,561,683.04 |
| 非受限货币资金 | 1,275,382.22 | 1,663,035.61 | 1,054,117.46 | 1,472,265.47 |
| 应收账款 | 65,320.38 | 115,564.18 | 226,587.28 | 211,109.92 |
| 其他应收款 | 1,195,326.75 | 1,144,753.90 | 1,223,558.82 | 1,301,904.87 |
| 存货 | 5,226,846.77 | 6,527,686.44 | 7,510,926.61 | 7,794,506.09 |
| 长期投资 | 1,709,259.11 | 2,529,047.66 | 2,730,783.96 | 3,118,039.04 |
| 在建工程 | 2,247,377.18 | 2,299,697.28 | 2,676,158.38 | 2,799,174.99 |
| 无形资产 | 948,667.23 | 1,037,371.81 | 1,536,019.41 | 1,638,542.12 |
| 资产总计 | 20,947,287.75 | 22,001,981.14 | 23,276,521.18 | 24,378,598.44 |
| 其他应付款 | 1,423,061.77 | 1,796,318.50 | 1,642,366.92 | 1,623,897.29 |
| 短期债务 | 3,751,439.97 | 4,760,327.85 | 5,059,410.61 | 5,434,324.26 |
| 长期债务 | 8,443,445.42 | 7,051,052.17 | 7,533,987.82 | 7,693,395.60 |
| 总债务 | 12,194,885.39 | 11,811,380.01 | 12,593,398.44 | 13,127,719.86 |
| 负债合计 | 15,541,024.84 | 16,430,729.42 | 17,279,469.51 | 17,805,534.22 |
| 利息支出 | 466,974.50 | 513,745.13 | 521,733.47 | -- |
| 经调整的所有者权益合计 | 4,838,742.45 | 5,111,666.35 | 5,461,864.80 | 6,003,994.09 |
| 营业总收入 | 1,594,560.86 | 2,906,775.52 | 2,667,937.04 | 650,947.69 |
| 经营性业务利润 | 129,366.27 | 192,612.50 | -246,784.28 | 61,847.30 |
| 其他收益 | 209,246.62 | 318,102.48 | 126,770.97 | 12,970.74 |
| 投资收益 | 33,249.72 | 92,378.17 | 173,696.77 | 60,914.31 |
| 营业外收入 | 6,708.75 | 16,581.99 | 46,783.84 | 447.18 |
| 净利润 | 84,366.38 | 249,819.37 | -38,867.18 | 106,817.63 |
| EBIT | 390,709.04 | 581,467.51 | 246,568.46 | -- |
| EBITDA | 604,978.86 | 833,972.59 | 478,063.16 | -- |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 1,651,735.75 | 2,884,620.91 | 2,382,999.79 | 618,759.62 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 1,851,263.51 | 2,533,495.76 | 1,577,928.68 | 779,846.87 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 2,118,783.81 | 3,479,929.57 | 3,031,061.59 | 607,944.94 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 723,923.20 | 540,356.10 | 636,117.11 | 508,902.20 |
| 吸收投资收到的现金 | 122,199.80 | 532,900.86 | 269,835.42 | 100,090.00 |
| 资本支出 | 902,806.40 | 803,656.16 | 949,074.29 | 211,286.13 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 381,164.64 | 991,324.10 | -142,706.45 | 110,973.05 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -868,482.47 | 194,214.26 | -636,887.39 | -194,884.02 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 609,137.94 | -794,678.98 | 167,946.05 | 501,221.58 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 121,641.31 | 387,653.39 | -608,918.15 | 417,240.19 |
| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
| 营业毛利率（%） | 18.26 | 12.53 | 8.94 | 24.15 |
| 期间费用率（%） | 19.98 | 14.55 | 20.83 | 13.67 |
| 应收类款项占比（%） | 8.67 | 9.17 | 9.64 | 9.45 |
| 收现比（X） | 1.04 | 0.99 | 0.89 | 0.95 |
| 资产负债率（%） | 74.19 | 74.68 | 74.24 | 73.04 |
| 总资本化比率（%） | 71.59 | 69.79 | 69.75 | 68.62 |
| 短期债务/总债务（%） | 30.76 | 40.30 | 40.18 | 41.40 |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X） | 0.82 | 1.93 | -0.27 | -- |
| 总债务/EBITDA（X） | 20.16 | 14.16 | 26.34 | -- |
| EBITDA/短期债务（X） | 0.16 | 0.18 | 0.09 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数（X） | 1.30 | 1.62 | 0.92 | -- |

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；其他流动负债和其他应付款中有息部分调至短期债务，长期应付款和混合型证券-其他权益工具中有息部分调至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

| | 指标 | 计算公式 |
|--------------------|-------------------------|--|
| 资本结构 | 短期债务 | 短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项 |
| | 长期债务 | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项 |
| | 总债务 | 长期债务+短期债务 |
| | 经调整的所有者权益 | 所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整 |
| | 资产负债率 | 负债总额/总资产 |
| | 总资本化比率 | 总债务/(总债务+经调整的所有者权益) |
| | 非受限货币资金 | 货币资金-受限货币资金 |
| | 利息支出 | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| | 长期投资 | 债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资 |
| | 应收类款项/总资产 | (应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产 |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| | 期间费用合计 | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| | 期间费用率 | 期间费用合计/营业总收入 |
| | 经营性业务利润 | 营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益(不含计入非经常性损益的其他收益) |
| | EBIT (息税前盈余) | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益 |
| 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 | |
| 现金流 | 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 资本支出 | 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 |
| 偿债能力 | EBITDA 利息覆盖倍数 | EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动净现金流利息覆盖倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/利息支出 |

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资”。根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义 |
|----------------------|---|
| aaa | 在无外部特殊支持下，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 | 在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。 |
| a | 在无外部特殊支持下，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 | 在无外部特殊支持下，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 | 在无外部特殊支持下，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 | 在无外部特殊支持下，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 | 在无外部特殊支持下，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 | 在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| c | 在无外部特殊支持下，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。

| 主体等级符号 | 含义 |
|--------|-------------------------------------|
| AAA | 受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。 |
| AA | 受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。 |
| A | 受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。 |
| BBB | 受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。 |
| BB | 受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。 |
| B | 受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。 |
| CCC | 受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。 |
| CC | 受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。 |
| C | 受评对象不能偿还债务。 |

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

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

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

| 短期债项等级符号 | 含义 |
|----------|--------------------------|
| A-1 | 为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。 |
| A-2 | 还本付息能力较强，安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低，有很高的违约风险。 |
| C | 还本付息能力极低，违约风险极高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn