

浙江中国小商品城集团股份有限公司
公开发行 2019 年公司债券（第一期）

信用评级报告



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

概述

编号:【新世纪债评(2019)010510】

评级对象: 浙江中国小商品城集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券(第一期)

主体信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

债项信用等级: AA⁺

计划发行: 15 亿元

本期发行: 8 亿元

存续期限: 3 年

增级安排: 无

评级时间: 2019 年 5 月 22 日

发行目的: 偿还公司有息债务

偿还方式: 每年付息一次, 到期归还本金和最后一年利息

主要财务数据及指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第 一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	4.70	20.21	30.96	35.48
刚性债务	46.23	65.83	87.28	122.96
所有者权益	104.61	116.39	112.67	116.42
经营性现金净流入量	17.53	6.90	24.73	-19.06
合并口径数据及指标:				
总资产	271.40	238.61	268.78	305.42
总负债	165.93	123.15	150.53	183.81
刚性债务	51.23	65.83	85.40	123.50
所有者权益	105.47	115.47	118.25	121.61
营业收入	70.38	100.17	35.94	7.99
净利润	10.03	14.09	10.42	2.00
经营性现金净流入量	10.97	2.74	13.07	-22.13
EBITDA	22.81	31.62	25.59	-
资产负债率[%]	61.14	51.61	56.00	60.18
权益资本与刚性债务 比率[%]	205.88	175.41	138.47	98.48
流动比率[%]	82.29	82.58	92.01	95.75
现金比率[%]	5.97	22.44	24.50	32.35
利息保障倍数[倍]	7.48	9.80	4.97	-
净资产收益率[%]	9.81	12.75	8.91	-
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	7.02	2.33	9.55	-
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	9.59	-0.31	-4.11	-
EBITDA/利息支出[倍]	11.47	13.35	7.26	-
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.54	0.34	-

注: 根据小商品城公司经审计的 2016~2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。

分析师
吴晓丽
胡颖

吴晓丽 wxl@shxsj.com

胡颖 huying@shxsj.com

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

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

主要优势:

- 区域发展环境好。小商品城所在的义乌市以“兴商建市”为发展战略, 小商品市场建设贯穿于义乌经济发展的始终。
- 品牌优势。小商品城经营的义乌中国小商品城是我国最大的小商品出口基地, 拥有很高的知名度、显著的品牌优势和市场地位。
- 市场经营业务现金获取能力强。小商品城经营的商品市场采取预收租金的经营方式, 现金获取能力强。

主要风险:

- 小商品城租金及出租率易受国际贸易环境变化影响。义乌小商品城作为小商品出口基地, 其商户经营状况易受国际贸易环境变化所影响, 从而影响小商品城的商位出租率和租金水平。
- 产业优势减弱。随着劳动密集型产业成本增加, 制造业转移, 支撑义乌市场的周边制造业价格优势在减弱。
- 酒店业务疲软。受三公消费限制、酒店同行业竞争加剧的影响, 小商品城旗下经营的酒店入住率表现疲弱, 酒店业务的盈利状况下滑。
- 房地产区域市场风险。小商品城房地产业务受区域调控影响较大, 且近期竞得大额土地使用权, 未来资金支出规模较大, 区域市场风险上升。
- 海城项目经营风险。海城小商品城是小商品城首个异地项目, 海城地区市场面临繁荣度下降风险, 海城小商品城可能不能按预期引进优质客户, 经营风险较大。

- 项目退出风险加大。小商品城出资 7.21 亿元参与投资的商卓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，基金份额暂时无法通过正常途径退出，退出风险较大。

➤ 未来展望

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

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江中国小商品城集团股份有限公司
公开发行 2019 年公司债券（第一期）

信用评级报告

概况

1. 发行人概况

该公司是经浙江省股份制试点工作协调小组浙股[1993]59 号《关于同意设立浙江义乌中国小商品城股份有限公司的批复》和浙江省股份制试点工作协调小组办公室浙股办[1993]20 号《关于同意浙江义乌中国小商品城股份有限公司增加发起人的批复》批准，由义乌中国小商品城恒大开发总公司(简称“义乌恒大公司”，后更名为“义乌小商品城恒大开发有限责任公司”)、中信贸易公司、浙江省国际信托投资公司、浙江省财务开发公司、上海申银证券公司、义乌市财务开发公司（简称“义乌财务公司”）等六家单位作为发起人，于 1993 年 12 月以定向募集方式设立的股份有限公司，公司设立时名称为浙江义乌中国小商品城股份有限公司，注册资本为 10,500 万元，控股股东为义乌恒大公司，义乌恒大公司为义乌市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“义乌市国资委”）设立的国有独资公司，公司实际控制人为义乌市国资委。1995 年 9 月，公司更名为现名。

2002 年 5 月，经中国证券监督管理委员会证监发行字[2002]23 号文核准，该公司在上海证券交易所成功发行 2,915.21 万股社会公众股（每股面值 1 元，股票代码为 600415），上市后公司控股股东仍为义乌恒大公司。2004 年 3 月，经证监发行字[2004]28 号文批准，公司增发 2,093.86 万股普通股。2008 年 8 月，经证监会证监许可[2008]1045 号核准，公司向义乌市国有资产投资控股有限公司（简称“义乌国资公司”，后更名为“义乌市国有资产经营有限责任公司”）非公开发行 4,513.18 万股普通股，第一大股东变更为义乌国资公司，义乌国资公司为义乌市国资委设立的国有独资公司，公司实际控制人仍为义乌市国资委。后经过多次资本公积转增股本及送股，截至 2011 年末，公司总股本为 272,160.71 万股。经国资产权[2011]1258 号文及证监许可[2012]28 号文批复，2012 年 2 月，义乌国资公司及义乌财务公司将合计持有的公司 82,770.89 万股普通股无偿划转至义乌恒大公司，义乌恒大公司成为公司第一大股东。2014 年 2 月，义乌恒大公司更名为义乌市市场发展集团有限公司（简称“市场发展集团”）。2015 年 5 月末，公司完成送股，股本总额增加至 544,321.42 万股，此后未有变更。截至 2019 年 3 月末，市场发展集团持有公司 55.82% 股权，实际控制人为义乌市国资委。公司产权状况详见附录一。

该公司经营的义乌中国小商品城经过二十多年的发展，已成为世界最大的小商品集散市场。目前公司本部主要从事市场营销、相关的酒店服务和会展业务，子公司主要从事房地产开发业务。除上述业务外，公司其他业务还包括实业投资、广告、百货商品销售及各类贸易等。

2. 债项概况

(1) 债券条款

该公司于 2018 年召开董事会并通过了注册发行不超过 15 亿元公司债券的决议。2019 年 4 月 24 日，公司召开第七届董事会第六十一次会议，会议审议通过了《关于未来 12 个月内拟发行各类债务融资工具不超过 80 亿元的议案》；2019 年 5 月 17 日，公司召开 2018 年年度股东大会，会议审议通过了《关于未来 12 个月内拟发行各类债务融资工具不超过 80 亿元的议案》。本次公司债券发行总额不超过人民币 15 亿元，拟分期发行，本期发行规模不超过人民币 8 亿元，募集资金拟用于偿还公司有息债务。

图表 1. 拟发行的本期债券概况

债券名称:	浙江中国小商品城集团股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第一期）
总发行规模:	15 亿元人民币
本期发行规模:	8 亿元人民币
本期债券期限:	3 年
债券利率:	固定利率
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息
增级安排:	无

资料来源：小商品城

该公司多年来发行了多期债券，部分已到期偿付。截至 2019 年 4 月末，公司存续债券包括 1 期公司债券 7 亿元，4 期超期短融资券共 40 亿元，以及 1 期中期票据 10 亿元，待偿还债券本金余额共计 57 亿元，付息情况正常。

图表 2. 公司存续债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度	本息兑付情况
16 小商 02	7.00	3	3.10	2016-07-26	15 亿元	正常
18 浙小商 SCP001	10.00	0.73	4.19	2018-08-15	60 亿元	未到付息日
19 浙小商 SCP001	10.00	0.74	3.65	2019-01-17		未到付息日
19 浙小商 SCP002	10.00	0.74	3.68	2019-01-24		未到付息日
19 浙小商 SCP003	10.00	0.74	3.47	2019-03-14		未到付息日
18 浙小商 MTN001	10.00	3	4.75	2018-09-04	10 亿元	未到付息日

资料来源：小商品城（截至 2019 年 4 月末）

(2) 募集资金用途

该公司拟将本期债券的募集资金全部用来偿还有息债务。

(3) 信用增进安排

本期债券未安排信用增级。

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素；在这样的情况下，主要央行货币政策开始转向。我国经济发展面临的外部环境依然严峻，短期内经济增长下行压力较大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行；中长期内，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019 年一季度，全球经济增长进一步放缓，制造业景气度快速下滑，美国单边挑起的贸易冲突引发市场对全球贸易及经济增长前景的担忧正在变成现实，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素，主要央行货币政策开始转向，我国经济发展面临的外部环境依然严峻。在主要发达经济体中，美国经济表现仍相对较强，而增长动能自高位回落明显，经济增长预期下降，美联储货币政策正常化已接近完成，预计年内不加息并将放缓缩表速度至 9 月停止缩表；欧盟经济增长乏力，制造业疲软，欧洲央行货币政策正常化步伐相应放缓并计划推出新的刺激计划，包含民粹主义突起、英国脱欧等在内的联盟内部政治风险仍是影响欧盟经济发展的重要因素；日本经济复苏不稳，通胀水平快速回落，制造业景气度亦不佳，货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中，货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解，货币政策刺激经济复苏空间扩大；印度经济仍保持较快增长，印度央行降息一次，而就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾；油价回升有利于俄罗斯经济复苏，但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大；巴西和南非经济景气度企稳回升，可持续性有待观察。

我国经济增长速度放缓但仍位于目标区间内，消费者物价水平有所回落、失业率小幅上升，经济增长压力依然不小。我国消费新业态增长仍较快，汽车消费负增长继续拖累整体消费，个税专项扣除的实施以及新一轮家电、汽车下乡拟重启有望稳定未来消费增长；地产投资增长依然较快，制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而有所趋缓，基建投资持续回暖支撑整体投资增速探底回稳；以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双

走低，中美贸易摩擦具有长期性和复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益增长随着工业品价格的回落有所放缓，存在经营风险上升的可能。房地产调控“一城一策”、分类指导，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

在国内经济增长下行压力较大且面临的外部需求疲弱的情况下，我国宏观政策向稳增长倾斜，财政政策、货币政策和监管政策协同对冲经济运行面临的内外压力与挑战。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度进一步加大，在稳增长及促进结构调整上发挥积极作用；地方政府专项债券额度提升支持基建补短板，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，不搞“大水漫灌”的同时保持市场流动性合理充裕，疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平，一系列支持实体融资政策成效正在释放。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资等得以有效控制，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率稳中有升，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国坚持扩大改革开放，关税总水平下降明显，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，对外开放的大门越开越大。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长面临压力，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

(2) 行业因素

A. 商品交易市场行业

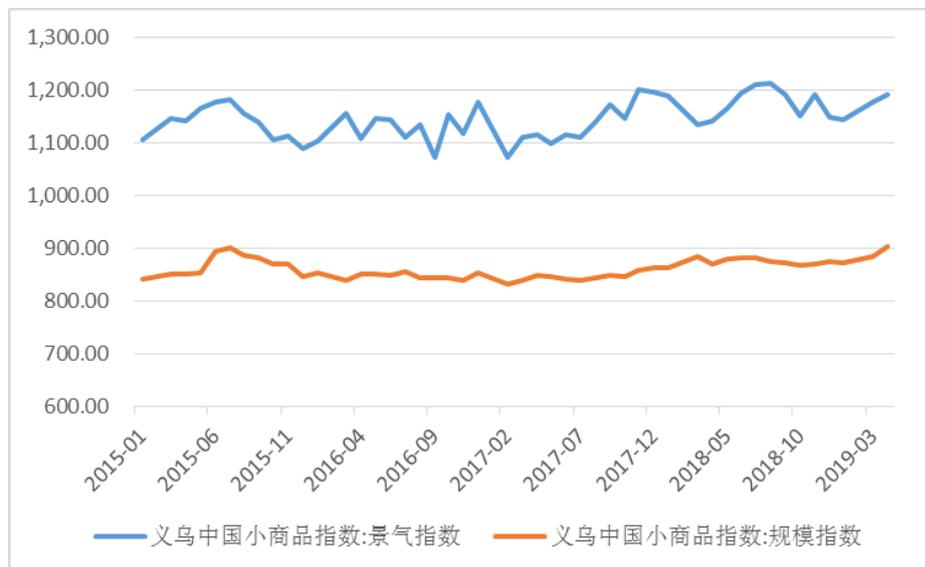
经过多年的培育和发展，我国商品交易市场规模不断扩大。义乌小商品城

凭借地理位置优势和产业先发优势，已发展成为全球最大的日用消费品流通中心。

经过多年的培育和发展，我国商品交易市场规模不断扩大，商品集散功能日益增强，各地商品交易市场已经成为我国商品流通的重要集散地。根据国家统计局数据，至 2017 年末我国交易额在亿元以上的商品交易市场有 4,617 家，市场成交额为 10.82 万亿元。大型商品交易市场中，批发市场占据绝大多数，2017 年我国亿元以上商品交易批发市场成交额为 9.40 万亿元。

义乌市自 1982 年起实施“兴商建市”的发展战略，在全国率先创办小商品市场。目前，义乌已发展成为全球最大的日用消费品流通中心和我国重要的商品出口基地。2018 年义乌中国小商品城实现成交额 1,358 亿元，同比增长 10.77%，已连续 27 年位居全国各大专业市场前列。

图表 3. 义乌中国小商品指数（2006 年 7 月=1000）



资料来源：商务部

目前，义乌市场上 60% 的产品来自义乌以外的国内其他地区，而与义乌市场对接的国际小商品集散地也已扩大到巴拿马的科隆、阿联酋的迪拜和智利等地，有来自 180 多个国家和地区的 1 万多名外商常驻义乌。2014 年 11 月，义乌至西班牙马德里的“义新欧”国际货运铁路通车，该铁路横贯欧亚大陆，途径哈萨克斯坦、俄罗斯、白俄罗斯、波兰、德国、法国和西班牙等国。目前，“义新欧”已经实现每周一列常态化运营，运送至欧洲的货物包括主板、纺织布料、服装、工艺品和日用百货等。截至 2018 年末，“义新欧”中欧班列累计往返运行 624 列，运送超过 5 万个标箱；其中 2018 年共往返运行 320 列，发送了 2.5 万个标箱货物，同比增长 68.8%，并陆续开展了运邮测试、汽车零部件运输。

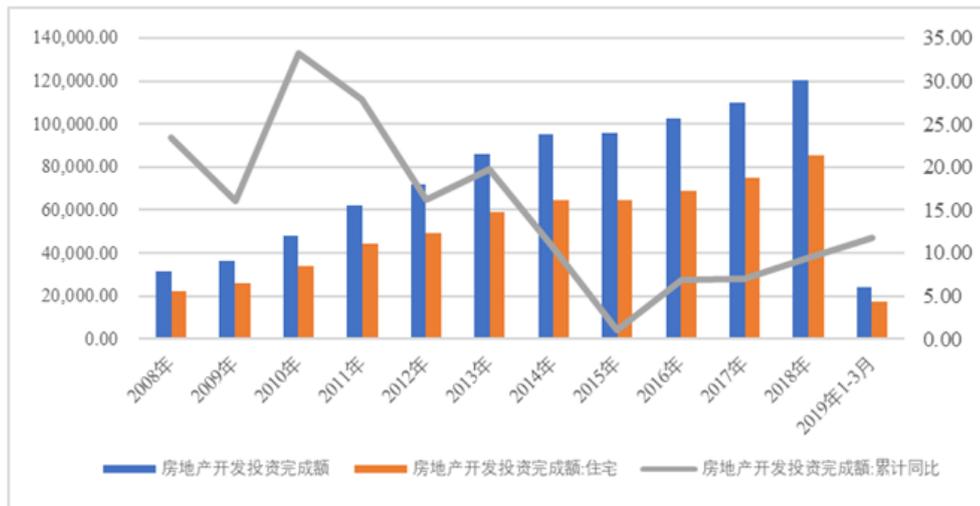
B. 房地产开发行业

房地产行业为我国经济主要支柱，近年来住宅投资仍为行业开发投资主力。2018 年以来，住宅销售量价仍保持正增长，但增速回落。预计短期内受益于供应量的增加，房地产销售面积有所回升，但随着需求结构调整、棚改货币化补偿比例下降，整体市场将保持放缓态势。在此背景下，房地产行业面临去化加速压力，同时自由现金流缺口扩大。此外，融资政策收紧，企业债务期限结构趋向短期，高杠杆激进发展的中小型房企信用风险值得关注。

A. 行业概况

房地产业是我国经济的主要支柱。2008-2017 年，我国房地产开发投资完成额从 3.12 万亿元升至 10.98 万亿元，其中住宅开发投资完成额从 2.24 万亿元升至 7.51 万亿元，住宅投资仍为房地产开发投资主力。2018 年我国房地产开发投资完成额为 12.03 万亿元，较上年同期增长 9.50%，增速较前几年有所提升。其中住宅开发完成投资额为 8.52 万亿元，较上年同期增长 13.00%，增速高于房地产增速。

图表 4. 2008-2018 年房地产投资情况（单位：亿元，%）



资料来源：Wind

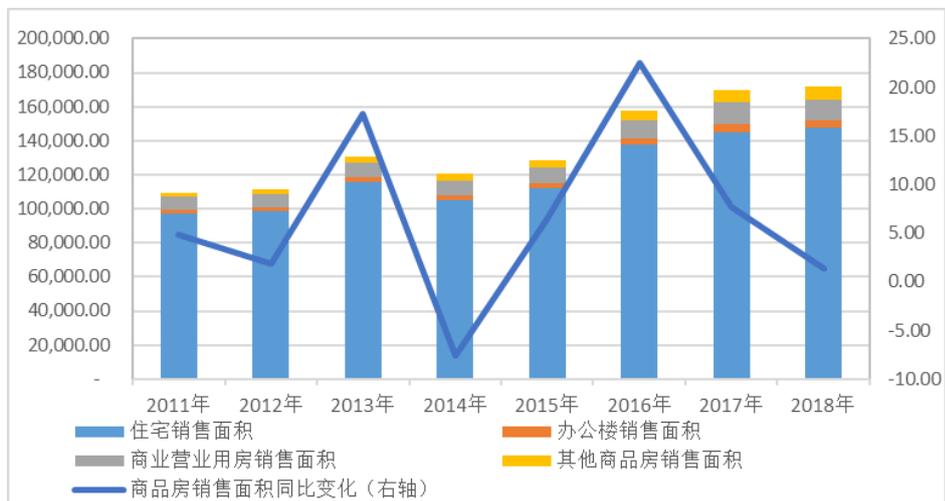
2018 年我国商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.3%，增幅较上年收窄 6.4 个百分点，近两年增速持续下滑；其中住宅销售面积为 14.79 亿平方米，同比增长 2.2%，增幅较上年收窄 3.1 个百分点。从 40 个大城市¹的房地产销售情况来看，2018 年 40 个大城市商品房销售面积为 6.07 亿平方米，同比微增 0.4%，同 2017 年相比实现止跌回升，其中住宅销售面积为 5.01 亿平方米，同比增长 1%，与 2017 年 5.30% 的降幅相比有所好转，主要是因为 2017 年在严格的限购政策调控下，当年销售面积大幅减少，基数变小，2018 年销售面积虽有增长但仍低于 2016 年的情况。分城市来看，40 个大城市中，一二线城市

¹ 一线城市：北京、上海、广州、深圳，共 4 个。二线城市：天津、重庆、杭州、南京、武汉、沈阳、成都、西安、大连、青岛、宁波、苏州、长沙、济南、厦门、长春、哈尔滨、太原、郑州、合肥、南昌、福州、石家庄，共 23 个。三线城市：无锡、贵阳、昆明、南宁、北海、海口、三亚、呼和浩特、兰州、温州、西宁、银川、乌鲁木齐，共 13 个。

市受供应量增加影响，住宅销售面积跌幅收窄，三线城市受棚改货币化补偿比例下降影响，涨幅有所回落。具体来看，2018年40个大城市中一线城市商品房住宅销售面积同比由-27.37%收窄至-6.97%，跌幅较上年收窄20.40个百分点；二线城市商品房住宅销售面积同比由-5.00%升至0.59%；三线城市商品房住宅销售面积增速由上年的7.69%回落至6.40%。预计短期内，受益于供应量的增加，房地产销售面积将有所回升，但随着需求的不断释放，整体市场将保持放缓态势。

价格方面，受到限价的影响，新建住宅销售价格涨幅收窄，带动二手住宅销售价格调整。根据国家统计局数据显示，2018年，全国70大中城市新建商品住宅平均销售价格上涨7.27%，涨幅较上年回落1.21个百分点；其中一线城市平均销售价格上涨0.43%，涨幅较上年大幅回落9.63个百分点，二线城市和三线城市平均销售价格分别上涨7.52%和7.81%，涨幅较上年略有回落和持平。从二手房销售价格来看，全国70大中城市二手住宅平均销售价格同比增长5.55%，涨幅较上年回落1.36个百分点；其中一线城市和二线城市平均销售价格分别增长0.67%和5.79%，涨幅分别回落11.31个百分点和2.14个百分点，三线城市平均销售价格增长5.89%，涨幅微增0.48个百分点。总的来看，2018年以来，住宅销售量价虽仍保持正增长，但增速明显回落，其中一线城市增速回落尤甚。从销售额来看，2018年全国商品房销售额为15.00万亿元，同比增长12.2%，增速同比下滑1.5个百分点；其中住宅销售金额12.64万亿元，同比增长14.7%，增速提高3.4个百分点。

图表 5. 2011-2018 年主要类型商品房销售情况（单位：万平方米，%）

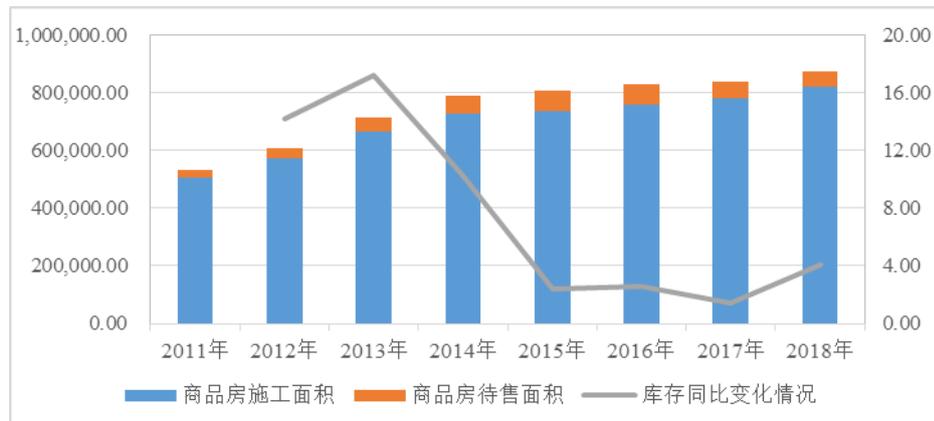


资料来源：Wind

库存方面，我们以施工面积+待售面积来衡量，总的看，库存是逐年增长，但增长幅度差异较大。2010年和2011年房地产投资的高速增长，带动了2012年和2013年库存的快速增长，随着2012年房地产投资增速的逐步回落，及政策面上自2014年7月起，各地方政府相继取消或放松限购等调控政策，转而出台救市政策，央行数次下调贷款基准利率，同时国家通过棚改货币化，都助推行业去库存，2014年库存增速大幅回落。2015-2017年，住宅销售面积超过

新开工面积，住宅库存面积增速逐年下降。2018 年我国房地产受到非标融资规模下降的影响，开发商加快开工以期实现销售回款，然而棚改货币化的退潮导致住宅销售增速放缓。在此情况下，住宅新开工面积时隔三年再次超过销售面积，库存增速企稳回升。截至 2018 年末，我国商品房市场库存为 87.47 亿平方米，较上年增长 4.08%；具体来看，商品房待售面积为 5.24 亿平方米，较上年末减少 11.05%，新开工提速带动商品房施工面积由上年末的 78.15 亿平方米增至 82.23 亿平方米，同比增长 5.22%。而就住宅市场而言，住宅库存面积为 59.51 亿平方米，同比增长 5.02%，其中待售面积为 2.51 亿平方米，较上年末减少 16.82%，施工面积为 57.00 亿平方米，较上年末增长 6.25%。

图表 6. 近年我国房地产库存变化情况（单位：万平方米，%）



资料来源：Wind

2018 年以来，我国继续加大了住宅用地供应量。根据 Wind 数据显示，2018 年，100 大中城市共推出各类用地 7.88 亿平方米，同比增长 16.82%，其中住宅类用地推出 3.14 亿平方米，同比增长 22.89%。分城市来看，在棚改货币化政策推动下，二三线尤其是三线城市住宅推地均较上年实现 24% 以上的增长；其中二线城市住宅推地 1.35 亿平方米，同比增长 24.37%；三线城市住宅推地 1.65 亿平方米，同比增长 25.96%；在地方政府融资收紧背景下，土地出让金仍为地方政府主要的财政来源。而一线城市由于在 2017 年提前加大了住宅用地供应，2018 年住宅推地同比减少 11.84% 至 1,429.04 万平方米。

土地供应方面，房企受到限售限价、融资收紧等影响，拿地更为谨慎，土地成交均价及溢价率均出现下滑。根据 Wind 数据显示，2018 年，全国 100 个大中城市各类用地成交楼面均价 2,607.31 元/平方米，同比下跌 8.91%，平均溢价率为 12.04%，较上年减少 14.31 个百分点；其中住宅类用地成交楼面均价 4,628.38 元/平方米，同比下跌 5.20%，溢价率为 13.58%，较上年下降 17.30 个百分点。另外，2018 年以来土地流拍增多，土地市场呈现降温态势，2018 年，100 大中城市各类用地共流拍 2,282 宗。

图表 7. 2016-2018 年我国 100 个大中城市土地供应及成交情况

项目	2016 年		2017 年		2018 年	
	数值	同比变化	数值	同比变化	数值	同比变化
各类用地推出面积 (亿平方米)	6.09	-7.31%	6.75	10.89%	7.88	16.82%
其中: 住宅类用地推出面积 (亿平方米)	2.22	1.21%	2.56	15.27%	3.14	22.89%
各类用地成交面积 (亿平方米)	5.29	-3.04%	6.02	13.71%	6.66	10.69%
其中: 住宅类用地成交面积 (亿平方米)	1.86	1.44%	2.33	25.52%	2.51	7.33%
各类用地成交出让金 (万亿元)	2.47	35.25%	3.32	34.31%	3.32	-0.02%
其中: 住宅类用地出让金 (万亿元)	1.94	43.44%	2.67	37.42%	2.67	-0.17%
各类用地成交楼面均价 (元/平方米)	2,489.03	40.62%	2,862.29	15.00%	2,607.31	-8.91%
住宅类用地成交楼面均价 (元/平方米)	4,302.28	48.68%	4,882.33	13.48%	4,628.38	-5.20%
各类用地成交溢价率		46.22%		26.36%		12.04%
住宅类用地成交溢价率		58.58%		30.88%		13.58%

资料来源: Wind

B. 政策环境

2018 年以来,我国房地产调控政策在稳中推进,在“房住不炒”的大政方针指引下,继续实行“因城因地制宜、精准施策”等差别化调控。一方面增加住房和用地有效供给,支持居民自住购房需求,培育住房租赁市场,发展共有产权住房。对此,国家鼓励保险资金进入长租市场、优先支持提取公积金用于支付房租、允许租赁住房的常住人口在城市公共户口落户等。另一方面,抑制购房投机行为,严禁利用消费贷、信用卡透支、违规提取公积金等方式购房。继 2019 年 3 月 5 日第十三届全国人民代表大会第二次会议《政府工作报告》中提到要“稳步推进房地产税立法”,3 月 8 日的十三届全国人大第二次会议上再次提到房地产税法,随着房地产税的逐步落地,购房需求或将回归刚需。

2018 年货币政策逐步趋松,流动性由“合理稳定”转变为“合理充裕”的背景下,房地产融资政策仍维持收紧。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。受此影响,房地产企业融资成本高企,中小企业逐步退出土地竞拍市场,购地加杠杆行为得到有效控制。

2018 年,各地房地产调控差异化明显,政策执行更精准。一方面,对于库存较低的城市,为防止房价上涨,采取货币化安置政策取消、商品房限售政策推出、公积金贷款政策收紧、增加土地入市等方式,引导房地产市场健康发展。另一方面,对于房地产库存仍在高位运行的城市,通过引进人才落户补贴政策、继续推进棚改货币化安置、“四限”政策有所放松等,以满足居民的购房及改善住房的需求。

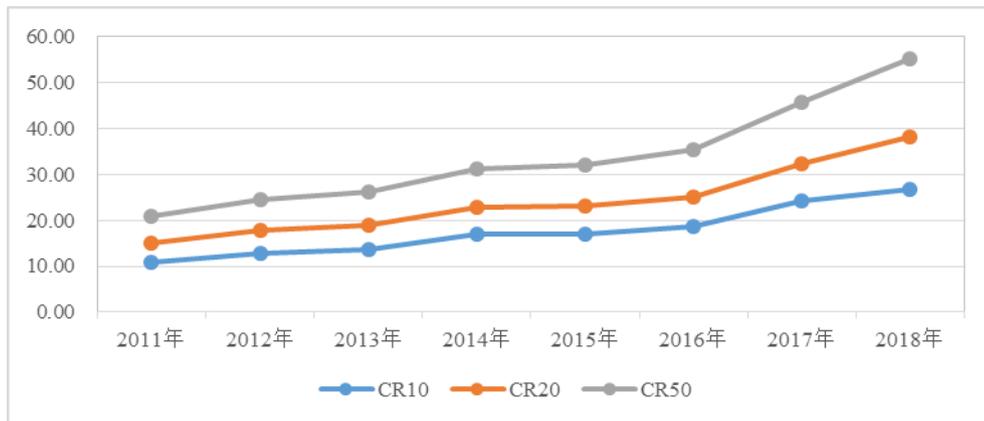
此外,各地政府积极发展租赁和共有产权市场,增加租赁住房供给,主张租购同权,同时推出共有产权房,解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题。

C. 竞争格局/态势

经过一系列政策调控,房地产市场向头部企业集中的趋势愈加明显。大型

房企凭借广泛的城市布局、充足的项目储备、外部融资、土地获取、销售策略等优势，在本轮调控中的防御能力较为突出，土地及项目储备有序推进，市场份额不断攀升；而通过高杠杆激进发展的中小房企，在融资收紧的背景下资金周转存在压力，面临股权并购或项目被收购的局面。此外，头部企业的合作开发日渐增多，强强联合抵御经营风险，拿地优势愈加明显。从销售规模来看，房地产开发行业集中度逐渐提升。采用规模房企商品房销售额占全国商品房销售总额的比值来衡量行业集中度，2011-2018年，CR10/CR20/CR50 该比值逐年提高，由 10.75%/14.98%/20.90% 提升至 26.89%/38.32%/55.10%，预计未来行业集中度将进一步提升。

图表 8. 规模房企市场占有率（单位：%）



资料来源：Wind

2018年以来，房地产开发企业总体上营业收入及净利润增速均出现增长。受益于销售价格的上涨，毛利率亦小幅上升。但已销售未结算收入同比大幅下滑，短期内业绩增长动力不足。行业整体财务杠杆有所上升，且债务期限结构趋向短期。同时，随着行业销售增速放缓，自由现金流缺口扩大。

图表 9. 行业内部分样本企业基本数据概览（2018年（末），亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标			核心财务数据（合并口径）				
	签约销售金额	营业收入	毛利率	总资产	剔除预收账款后的资产负债率	归属母公司的权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
万科企业股份有限公司	6070	2976.79	37.48	15285.79	84.58	0.20	492.72	336.18
保利发展控股集团股份有限公司	4048	1945.55	32.48	8464.94	65.89	0.46	261.49	118.93
新城控股集团股份有限公司	2211	541.33	36.69	3303.18	84.56	0.17	122.09	38.17
阳光城集团股份有限公司	1629	564.70	26.06	2633.97	79.62	0.20	36.06	218.31
四川蓝光发展股份有限公司	855	308.21	27.75	1508.81	72.88	0.30	24.96	4.62
珠海华发实业股份有限公司	582	236.99	27.28	1822.09	77.52	0.17	24.02	159.99
上海世茂股份有限公司	271	206.74	44.56	1083.20	56.47	1.20	47.26	39.78
北京北辰实业股份有限公司	282	178.64	33.49	918.94	81.62	0.26	19.93	25.33
光明房地产集团股份有限公司	242	204.94	31.30	744.26	79.21	0.35	13.71	-87.34
中交地产股份有限公司	149	89.48	30.88	402.30	82.10	0.21	11.52	57.96
广宇集团股份有限公司	31	31.68	39.64	115.57	60.45	1.10	6.17	-11.10
浙江中国小商品城股份有限公司	-	35.94	49.36	268.78	39.48	1.32	10.42	13.07

资料来源：新世纪评级整理

D. 风险关注

购房需求结构调整，行业销售增速放缓，自由现金流缺口增大。2018年以来，我国房地产调控政策密集出台，调控政策实行“因城因地制宜、精准施策”的差异化措施。一方面通过限购、限价、限售、限贷等手段，抑制房地产投资投机需求入市；另一方面，棚改货币化、共有产权房等推出，解决中等以下收入住房困难家庭和无自有住房各类人才的居住问题，改善了人们的住房质量。目前房地产去库存已经取得了实质性成效。对于库存不足的城市，棚改货币化安置政策在逐步退出。未来随着共有产权房、长租公寓等长效机制的建立和实施，购房需求逐步向租房转化。受此影响，房地产行业销售增速已从高位回落。此外，越来越多的房企由单一“房地产开发”向“房地产开发+自持投资物业”转型，进而使得房地产开发企业投资性现金支出逐年增加，自由现金流缺口不断扩大。

融资政策收紧，中小型房企或将面临较高的信用风险。2018年在货币供应合理充裕的背景下，房地产行业融资渠道仍受限。严防银行等金融机构违规给房地产企业提供融资成为监管的重点。当年4月发改委和财政部联合下发的《关于完善市场约束机制严格防范外债风险和地方债务风险的通知》规定房企境外发债资金投向主要用于偿还到期债务，限制投资境内外房地产项目。同期《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》正式发布，房企在信托、私募资管计划等非标融资方面受限。在融资渠道收紧的同时，房企偿债高峰期的到来也加剧了其资金压力。根据Wind数据统计，2019年为房企债券集中兑付高峰期，考虑回售后需要兑付规模超过5,000亿元，融资环境的变化给房地产开发企业带来一定的资金周转压力，经营过于激进、中短期债务规模过大的中小型房企或将面临较高的信用风险。

(3) 区域市场因素

该公司房地产项目主要集中在杭州、浦江和义乌三地。

2018年，杭州房地产开发投资额为3,068.90亿元，同比增长12.24%，增速较上年同期有所上升；房屋施工面积11,750万平方米，增长2.0%；新开工面积2,709万平方米，增长24.4%；竣工面积1,637万平方米，下降21.5%。商品房销售面积1,675万平方米，下降18.4%。

2018年，得益于棚户区改造等城市有机更新项目的大力推进，房地产投资快速增长，义乌市房地产开发项目投资152.8亿元，同比增长76.3%，商品房销售面积为97.4万平方米，同比增长32.3%。

根据《2018年义乌市国民经济和社会发展统计公报》，2018年义乌市小商品市场实现交易额4,523.5亿元，同比增长8.9%。实体市场平稳发展，全市拥有有证市场建筑面积596万平方米，市场经营户数7.44万户，市场从业人员23万人，全市有证市场总成交额1593.1亿元，同比增长6.7%，其中中国小商品城成交额1,358.4亿元，同比增长10.8%。2018年，义乌市电子商务实现交易额2,368.3亿元，同比增长16.7%，其中，内贸电商1,713.6亿元，同比增

长 16.4%；跨境电商 654.7 亿元，同比增长 17.7%；内贸网络零售交易额 1,487.1 亿，同比增长 16.4%；跨境网络零售交易额 253.8 亿元，同比增长 14.7%。2018 年全市在册经济主体总数为 459,224 户(其中外资 7,421 户)，同比增长 20.9%。新设内资经济主体 105,071 户，同比增长 39.3%，其中内资企业 37,925 户，同比增长 36.8%；个体工商户 67,141 户，同比增长 40.8%。总体看，义乌市市场商品交易活跃。

2. 业务运营

该公司经营的“义乌中国小商品城”在国内具有显著的品牌优势以及较高的市场地位。公司依托当地优越的商业环境及市场资源，发展市场经营主业及相关的贸易、酒店服务及会展广告等产业，业务之间能够形成协同效应。但国际贸易环境的变化或导致市场经营繁荣度下降，商位租金面临下调压力；公司的房地产项目库存去化较好，但目前新竞拍得大额土地使用权，需关注后续资金投入和区域市场风险；受宏观经济景气度不足、三公消费限制及行业竞争影响，近年公司酒店业务经营持续承压。

该公司以小商品市场经营为主要业务，自 2002 年以来不断建设、维护市场，促进市场繁荣，并主要通过收取商位租金获得收入。同时，公司围绕市场经营业务发展全方位服务，包括专业市场、会展、酒店、电子商务、废旧物资销售、影院经营、安保服务和金融服务等，使经营业务协调发展。

图表 10. 公司主业基本情况

主营业务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
市场经营	国内	规模/ 品牌
房地产开发	杭州、义乌、浦江	规模/ 资本
酒店	义乌	成本/ 管理

资料来源：小商品城

(1) 主业运营状况/竞争地位

2016-2018 年及 2019 年第一季度，该公司营业收入分别为 70.38 亿元、100.17 亿元、35.94 亿元和 7.99 亿元，以市场经营和房地产业务为主要收入来源。2016 年，市场经营业务受益于一区东扩项目投入运营收入有所增加；酒店服务业务受三公消费限制、竞争加剧等因素影响，业务表现疲弱。2017 年，公司营业收入较上年增长 42.33%，主要系钱塘印象、浦江绿谷一期集中交付，使得房地产业务收入较上年增长 94.36%所致。2018 年，随着房地产销售进入尾声，房地产业务结转收入大幅减少，致当期营业收入较上年明显下滑。2016-2018 年及 2019 年第一季度，公司综合毛利率水平分别为 43.42%、32.56%、44.28%和 63.24%，2017 年毛利率下滑主要系租金下调及房地产项目结转的毛利率相对较低所致，2018 年随着毛利相对较低的房地产收入占比大幅降低，综合毛利率回升。

图表 11. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一 季度
营业收入合计	70.38	100.17	35.94	7.99
其中：核心业务营业收入	65.40	94.86	30.87	6.31
在营业收入中所占比重（%）	92.92	94.70	85.89	78.94
其中：（1）市场经营	22.68	20.82	21.03	5.17
在核心业务收入中所占比重（%）	34.68	21.95	68.14	81.93
（2）房地产	34.57	67.18	6.26	0.47
在核心业务收入中所占比重（%）	52.86	70.82	20.29	7.45
（3）商品销售	4.95	3.62	0.09	0.04
在核心业务收入中所占比重（%）	7.57	3.82	0.30	0.63
（4）酒店服务	2.10	2.14	2.17	0.53
在核心业务收入中所占比重（%）	3.21	2.26	7.03	8.40
（5）展览广告	1.10	1.10	1.31	0.10
在核心业务收入中所占比重（%）	1.68	1.16	4.24	1.58
毛利率（%）	43.42	32.56	49.36	63.24
其中：（1）市场经营	63.50	61.42	53.44	65.43
（2）房地产	34.37	24.81	33.98	35.62
（3）商品销售	2.37	2.41	8.15	3.46
（4）酒店服务	-4.72	-2.29	-2.79	10.63
（5）展览广告	-1.96	4.18	15.39	-40.50

资料来源：小商品城

A. 市场经营业务

该公司经营的义乌中国小商品城主要由国际商贸城（一区至五区）、篁园市场和生产资料市场等市场组成，租金平均 1-3 年收取，支付方式为根据合同一次性缴纳或分期缴纳。

国际商贸城由一至五区市场组成，其中，一区市场（国际商贸城一期工程）于 2002 年 9 月建成并投入使用，建筑总面积 34.2 万平方米，可出租面积 9.55 万平方米，设有仓储和餐饮区域，主要经营花类（仿真花）、玩具和饰品配件等；二区市场（国际商贸城二期一阶段工程）于 2004 年 10 月开业，建筑总面积 55 万平方米，可出租面积 16.23 万平方米，主要经营五金、电子、钟表等六大类商品；三区市场（国际商贸城二期二阶段工程）于 2005 年 10 月开业，市场总面积 46.2 万平方米，可出租面积 14.61 万平方米，主要经营文化用品、办公学习、体育休闲用品和服装辅料等商品；四区市场（国际商贸城三期一阶段工程）于 2008 年 10 月开业，建筑总面积 108 万平方米，可出租面积 28.70 万平方米，主要经营袜类、日用百货、手套、帽类等 14 类商品；五区市场（国际商贸城三期二阶段工程）于 2011 年 4 月开业，建筑总面积 64 万平方米，可出租面积 17.16 万平方米，主营进口商品、床上用品、纺织品、针织原材料、汽车用品及配件等商品，其中进口商品馆位于五区市场一楼，可出租面积 3.13 万平方米，设有非洲产品展销中心、食品及保健品、服装、鞋帽及家居用品、珠宝首饰及工艺品及其他进口商品五大经营区。一区东扩市场于 2016 年 1 月 6 日试营业，市场占地 7.91 万平方米，建筑面积 37 万平方米，可出租面积 4.26 万平方米，现有商位 2500 余个，市场主要经营饰品配件等。

生产资料市场（一期一阶段工程）于 2013 年 11 月投入使用，主要经营家用电器、机电设备、酒店设备、创意装饰（软装）用品、高档灯饰、皮革及辅料和塑料粒子等。该项目用地面积约 29.6 万平方米，总建筑面积约 75 万平方米，可出租面积 25.95 万平方米，预算总投资 22.81 亿元²（包括土地成本 3.63 亿元），实际投入 24.18 亿元。根据义乌市委办出台的《关于国际生产资料市场一期一阶段招商政策的实施意见》，市场培育期为 5 年，前 3 年按租金基准价格的四分之一收取，后 2 年按基准价格的二分之一收取。2019 年 3 月末生产资料市场平均租金为每年 312.70 元/平方米，出租率为 79.26%。2017-2018 年及 2019 年第一季度，生产资料市场租金收入分别为 0.41 元、0.59 亿元和 0.16 亿元。

篁园市场包括主体市场与配套星级酒店两个部分，总面积 42 余万平方米，其中主体市场于 2011 年 4 月开业。篁园市场的主体市场定位为专业服装市场，由地上 8 层和地下 1 层组成，总商位数 5,428 个，以定向安排为主。2018 年末出租率较上年末有所回升至 98.31%。近年来政府指导价（计划价）平均商位租金和市场价平均商位租金持续下降，其中 2018 年末市场价平均商位租金大幅下滑，主要是公司允许招投标商转定向安排，招投标商位均转为了定向安排，故该部分租金下降，但市场价出租面积占比极小，对公司收入影响较小。2017-2018 年及 2019 年第一季度，篁园市场分别取得租金收入 1.31 亿元、1.27 亿元和 0.31 亿元。

宾王市场始建于 1995 年 11 月 29 日，主营服装、针织内衣、皮革、纺织品、床上用品、衬衫、出版物和数码产品等 8 大类商品，目前公司将宾王市场定位于小商品设计及转化服务平台，宾王市场原有的经营户已搬迁。

该公司的市场经营业务包括商铺出租、物业管理及其他配套服务，业务收入主要为商位使用费。公司的商位出租分为定向安排、定向招商和招投标三种模式，针对的商户和收取的商位费均不相同。定向安排类主要是为从老市场和当地自营商铺自愿搬迁进入小商品城的商户而安排，合同期一般为 5 年，其商位使用费以政府指导价（计划价）为准，价格远低于市场价格；定向招商针对名、特、优产品及优势企业，主要是设立企业直销中心，合同期一般为 1 年；招投标类针对的商户没有特别要求，合同期一般为 2 年或 5 年（3+2）。

² 因 2011 年 5 月义乌国际贸易综合改革试点获批，应义乌市政府试点要求和义乌市场转型升级需要，对义乌国际生产资料市场的建设方案进行调整，建设规模由原来的 50 万平方米调整至 73.94 万平方米，项目总投资由原来的 19 亿元调整至 22.81 亿元，增加 3.81 亿元。

图表 12. 公司商铺出租情况（单位：%、元/平方米/年）

市场名称	出租率			计划价平均商位租金			市场价平均商位租金		
	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末	2017 年	2018 年	2019 年 一季度	2017 年	2018 年	2019 年 一季度
数码城	64.39	90.03	92.17	552.60	446.02	436.91	-	-	-
篁园市场	91.97	98.31	98.92	1545.80	1459.72	1448.55	1681.00	2343.74	2343.74
国际商贸城一区	99.98	99.99	99.99	2343.86	2755.3	2755.73	4040.00	5163.13	5150
一区东扩	89.41	85.25	84.35	2510.61	2363.11	2255.87	2612.00	2588.57	2576
国际商贸城二区	99.77	99.25	99.22	1602.71	1638.4	1748.4	3533.00	3563.07	3492.43
国际商贸城三区	96.61	96.03	95.79	1592.54	1562.54	1563.33	2793.51	2798.22	2798.24
国际商贸城四区	95.41	97.81	97.45	2230.89	2212.33	2215.66	2701.00	2714.92	2718.13
国际商贸城五区	91.12	98.67	96.76	886.70	881.38	876.05	2177.96	2177.60	2177.93
进口馆	92.02	85.38	83.75	382.00	506.08	523.18	-	-	-
生产资料市场	74.84	78.03	79.26	256.27	312.70	312.70	284.00	337.00	336.00

资料来源：小商品城（截至 2019 年 3 月末）

2016-2018 年及 2019 年第一季度，该公司市场经营业务收入分别为 22.68 亿元、20.82 亿元、21.03 亿元和 5.17 亿元；毛利率分别为 63.50%、61.42%、53.44%和 65.43%，2018 年毛利率有所下降主要系市场更新改造费用增加所致，2019 年一季度回升至正常水平。近三年市场经营业务收入基本保持平稳。公司除对新引进的行业有优惠政策外，租金基本保持平稳，但仍需关注到，义乌小商品城作为小商品出口基地，其商户经营状况易受国际贸易环境变化所影响，从而影响小商品城的商位出租率和租金水平。

图表 13. 公司商铺租金收入情况（单位：亿元）

市场名称	2017 年	2018 年	2019 年第一季度
数码城	0.07	0.05	0.02
篁园市场	1.31	1.27	0.31
国际商贸城一区	2.56	2.62	0.68
一区东扩	3.64	3.58	0.88
国际商贸城二区	3.12	3.16	0.79
国际商贸城三区	2.46	2.35	0.58
国际商贸城四区	5.85	6.01	1.49
国际商贸城五区	1.13	1.13	0.30
进口馆	0.14	0.11	0.00
生产资料市场	0.41	0.59	0.16
合计 ³	20.69	14.86	5.21

资料来源：小商品城（截至 2019 年 3 月末）

该公司在辽宁海城投资建设海城义乌中国小商品城（一期）项目。该项目总投资 28.6 亿元。2015 年项目修改了建设方案，拆分了项目的市场部分与商业街部分，市场部分为公司自持，总投资 17.5 亿元，共有四层，已竣工验收，目前处于招商期；商业街部分计划对外出售，累计投资 9.19 亿元，已竣工验收，但尚未对外出售。海城义乌小商品城项目是公司首次在义乌以外建设小商

³ 未计算辅房、停车费等收入

品市场，对外租赁的进度明显晚于预期，投资运营风险加大。

此外，该公司的外商中心项目位于义乌市银海路，总用地面积 2.48 万平方米，总建筑面积 12.37 万平方米，由一幢 25 层办公楼与五层裙房组成，地下三层车库。该项目于 2013 年 3 月开工，总投资 4.49 亿元。用于商务出租及对外商提供服务等，已于 2016 年 10 月开始对外出租，2017-2018 年及 2019 年第一季度分别取得租金收入 1,822.11 万元、2,567.91 万元和 570.25 万元，同期末出租率分别为 96.34%、89.98% 和 77.27%。

B. 房地产开发业务

该公司的房地产业务主要由子公司义乌中国小商品城房地产开发有限公司（简称“商城房产”）以及旗下的各项目公司负责经营，商城房产拥有国家暂定一级房地产开发资质。

2015-2016 年，该公司加速房地产项目销售力度，同期预售金额分别为 67.11 亿元和 54.91 亿元，2017 年销售进入尾声，预售金额仅 14.54 亿元。受房地产项目开发周期及推盘力度影响，公司房地产业务收入结算呈现一定的波动。2016-2018 年，公司房地产业务收入分别为 34.57 亿元、67.18 亿元和 6.26 亿元。2017 年公司房地产业务收入增长主要系钱塘印象、浦江绿谷一期及荷塘月色交付面积较大，带动当年房地产业务收入显著增加；受 2017 年预售规模影响，2018 年房地产业务收入仅为 6.26 亿元，比上年显著下滑。

该公司在开发的房地产项目包括浦江绿谷云溪二期、欧美中心及嘉美广场。其中，浦江绿谷云溪二期位于浙江省金华市浦江县内，以低密度住宅为主，计划总投资合计 10.46 亿元，截至 2019 年 3 月末累计投入 4.10 亿元。绿谷云溪三期计划总投资额 10.53 亿元，目前尚无建设方案。欧美中心项目位于义乌市稠州北路，业态为商业、写字楼及酒店式公寓，项目计划总投资 6.50 亿元，截至 2019 年 3 月末已投入 5.72 亿元，可售面积合计为 1.86 万平方米，已累计销售 1.69 万平米，累计回笼资金 3.73 亿元。嘉美广场项目规划建筑面积 6.54 万平方米，截至 2019 年 3 月公司已投入 10.72 亿元。

2018 年 9 月，该公司发布公告称，旗下全资子公司商城房产以 40.80 亿元竞得义乌有机更新向阳-市场片区 C、E 地块使用权，土地面积为 9.17 万平方米，土地用途为商服和住宅，目前项目已开始施工。公司已与融创鑫恒投资集团有限公司（简称“融创鑫恒”）成立义乌融商置业有限公司（简称“融商置业”）共同开发上述地块，其中公司占股 49%，融创鑫恒占股 51%。

2018 年 12 月 20 日，该公司发布公告称，以 27.20 亿元竞得义乌有机更新向阳-市场片区 B 地块使用权，土地面积为 5.30 万平方米，土地用途为商服和住宅。截至 2018 年末，商城房产已向义乌市国土资源局支付土地出让金 13.60 亿元。2019 年 3 月，公司与融创鑫恒及北京东兴联永同昌投资管理有限公司成立义乌创城置业有限公司（暂名）共同开发上述地块，三者持股比例分别为 24%、51% 和 25%，公司以持有义乌有机更新向阳-市场片区 B 地块的项目公司股权评估作价出资。此次竞得地块及后续的地块开发，将会增加公司资金压

力。

图表 14. 公司房地产开发业务在建及拟建项目概况（单位：万平方米，亿元）

项目名称	物业类型	建设起止年限	规划建筑面积	计划总投资*	至 2019 年 3 月末已投入
绿谷云溪二期	住宅、商业	2017.4-2020.9	12.73	10.46	4.10
欧美中心	住宅、商业	2016.5-2019.3	8.85	6.50	5.72
嘉美广场	住宅、商业	2018.05-2020.05	6.54	14.50	10.72
苏溪印象	住宅、商业	2019.03-2021.07	21.26	14.54	6.35
在建合计	-	-	49.38	46.00	26.89
绿谷云溪三期	住宅、商业	-	-	10.53	1.77

资料来源：小商品城

*全部为自有资金

截至 2019 年 3 月末，该公司在售项目可售面积合计为 101.92 万平方米，已累计销售 90.54 万平方米，累计回笼资金 146.48 亿元，其中绿谷云溪二期和商城欧美中心未达交付条件。公司在售的房地产项目分布于杭州、义乌、浦江及南昌，目前去化情况良好，不过仍需关注在建及拟建项目在当前三线城市房地产市场仍面临较大库存压力的情况下，其投资回报仍存在不确定因素，后续仍会面临去化压力。

图表 15. 公司房地产项目销售情况（单位：亿元、万平方米、万元/平方米）

项目名称	地理位置	可销售面积	累计销售面积（含预售）	总投资金额	累计回笼资金（含预售）	销售均价	2018 年 结算收入	2019 年 第一季度 结算收入	累计 结算收入
杭州东城印象公寓	杭州	3.55	3.07	5.53	8.42	2.65	2.45	-	8.41
杭州钱塘印象	杭州	8.99	8.99	35.16	40.01	4.21	-	-	39.97
荷塘月色	义乌	39.59	39.37	43.12	56.62	1.35	0.01	0.24	56.34
绿谷云溪一期	金华浦江	19.21	17.95	15.47	17.30	1.00	2.38	-	17.11
绿谷云溪二期	金华	11.77	3.81	10.46	3.95	1.02	-	0.07	-
南昌凤凰印象	南昌	16.95	15.66	16.32	16.45	1.00	1.43	0.16	15.71
商城欧美中心	义乌	1.86	1.69	6.50	3.73	公寓 1.52, 商铺 3.80	-	-	-
合计	-	101.92	90.54	132.56	146.48		6.27	0.47	137.54

资料来源：小商品城（截至 2019 年 3 月末）

C. 酒店服务业务

该公司现有海洋酒店、银都酒店、义乌博览皇冠假日酒店（简称“皇冠假日酒店”）和新篁园市场配套酒店（即“新商城宾馆”）4 家酒店，其中皇冠假日酒店为五星级，其余三家酒店为四星级。

图表 16. 公司酒店服务业务经营状况（单位：元/间、%）

酒店名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	平均房价	平均入住率	平均房价	平均入住率	平均房价	平均入住率	平均房价	平均入住率
海洋酒店	400.72	59.66	400.72	59.66	462.63	42.88	447.81	34.76
银都酒店	379.50	65.49	379.50	65.49	377.56	66.61	361.13	58.20
皇冠假日酒店	465.75	33.36	465.75	33.36	371.07	71.92	367.49	64.83

新商城宾馆	403.58	51.16	403.58	51.16	384.20	66.70	387.07	66.61
幸福湖国际会议中心	487.92	40.60	487.92	40.60	400.15	35.65	373.61	32.87

资料来源：小商品城

2016-2018 年度及 2019 年第一季度，该公司酒店业务实现收入 2.10 亿元、2.33 亿元、2.17 亿元和 0.53 亿元，但持续亏损，同期毛利率分别为-4.72%、-2.29%、-2.79%和 10.63%，2019 年第一季度毛利率转正主要系部分资产折旧年限到期，折旧摊销成本减少所致。皇冠假日酒店采用委托管理方式交由假日酒店（中国）有限公司运营，其所在的梅湖国际会展中心周边的基础设施尚未完全成熟，何时能实现盈亏平衡具有较大不确定性。另外，公司与市场发展集团签订了委托协议，代为管理市场发展集团持有的幸福湖国际会议中心，2018 年收取管理费 88.82 万元，运营情况较为稳定。

图表 17. 公司酒店服务业务经营状况（单位：亿元）

酒店名称	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年第一季度	
	营业收入	营业净利润	营业收入	营业净利润	营业收入	营业净利润	营业收入	营业净利润
海洋酒店	0.50	0.12	0.50	0.12	0.54	0.03	0.12	0.01
银都酒店	0.68	0.09	0.68	0.09	0.78	0.14	0.18	0.02
皇冠假日酒店	0.52	-0.56	0.52	-0.56	0.55	-0.52	0.12	-0.04
商城宾馆	0.49	-0.40	0.49	-0.40	0.55	-0.33	0.14	-0.08

资料来源：小商品城

近年来，由于全球贸易低迷，致义乌客商减少，以及政府消费限制、区域酒店业竞争加剧，该公司酒店周边配套不完善等因素对酒店客流造成较大的不利影响，公司酒店业务经营持续承压。

D. 其他业务

该公司其他业务包括商品贸易、电子商务和征信业务等。

该公司的商品贸易业务由子公司浙江义乌中国小商品城贸易有限责任公司（简称“商城贸易”）经营。商城贸易成立于 2002 年，是义乌市规模最大的专业外贸公司之一，其经营业务以代理为主，客户网络已遍布全球 130 多个国家和地区，其中以亚洲的业务量最大。2016-2017 年，公司分别实现商品销售收入 4.95 亿元和 3.62 亿元；但代理业务毛利率很低，同期分别为 2.37%和 2.41%，对公司整体利润的贡献很小。2018 年，商品销售收入大幅下降系公司将持有的商城贸易 35.8%的股权出售，不再将其纳入合并范围。

该公司征信业务由义乌中国小商品城征信有限公司（简称“商城征信”）负责运营。商城征信于 2014 年 12 月底取得征信牌照，2015 年初步形成了以政府数据、小商品城市场数据以及电商数据为核心的数据体系，以及以企业信用记录、电商信用档案为雏形的信用产品。商城征信经营规模很小，但作为商城管理、服务的一部分，有利于小商品城的品牌化和信息化。

该公司控股的义乌购网站（www.yiwugou.com）是依托小商品市场实体店搭建的线上线下 B2R 电商平台。截至目前，该平台上线商品总数已达到 320

万种，日访问量达到 350 万 PV。2017 年，义乌购入驻商户 5.3 万家，发布商品 300 余万种，日独立用户 20 万人。但公司电商平台目前仍处于培育期，尚未形成盈利，对公司短期业绩的影响有限。

该公司全资子公司义乌中国小商品城金融控股有限公司（简称“商城金控”）依托大数据平台，开展贸易金融服务，对小商品全产业链提供金融支持。2018 年，公司对商城金控增加投资 10 万元，截至 2019 年 3 月末商城金控实收资本为 11.92 亿元。目前商城金控已投资的项目主要为存量项目，截至 2019 年 3 月末存量投资项目 10 个，认缴投资金额 20.37 亿元，已出资金额 11.02 亿元。其中 2017 年 4 月公司与上海阜兴金融控股（集团）有限公司（已更名为“上海阜兴实业集团有限公司”，简称“阜兴金控”）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）（简称“产业基金”）；同月，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）（简称“商阜创智基金”），其中商城金控实缴 6.18 亿元、产业基金实缴 2.06 亿元（其中商城金控和阜兴金控分别实缴 1.03 亿元）；2017 年 5 月，商阜创智基金以 82,054.065 万元（未包含交易手续费及税费）竞得湖北省资产管理有限公司（简称“湖北资管公司”）22.667% 股权（对应注册资本为 68,000 万元）。根据公司最新公告，由于阜兴金控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，项目退出风险加大。

2019 年 4 月，该公司子公司商城金控作为有限合伙人出资 10 亿元认购义乌市弘义股权投资基金合伙企业(有限合伙) 49.975% 的份额，该基金认缴总额共为 20.01 亿元，截至目前公司尚未实际出资。

(2) 盈利性

图表 18. 公司盈利来源结构（单位：亿元）



资料来源：根据小商品城所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

该公司经营收益主要来自营业毛利，2016-2018 年及 2019 年第一季度，营业毛利分别为 30.56 亿元、32.62 亿元、17.74 亿元和 5.06 亿元，综合毛利率分别为 43.42%、32.56%、49.36% 和 63.24%。2016 年，得益于一区东扩，市场经营业务收入有所增长；随着房地产项目的陆续交付，公司房地产业务收入、毛利均大幅增加；但酒店业务受市场需求下降影响，盈利能力较弱；公司计提了

2.79 亿元的资产减值损失，其中 2.75 亿元为计提欧风置业长期股权投资减值损失。2017 年，公司毛利较上年增加 2.06 亿元，但毛利率较上年大幅减少 10.86 个百分点，毛利率下滑主要系钱塘印象、浦江绿谷一期集中交付及荷塘月色等房地产项目结转的毛利率相对市场经营业务较低所致。2018 年，受房地产周期结转影响房地产业务收入大幅减少，致毛利减少 45.62% 至 17.74 亿元，但公司毛利率较上年上涨 16.80 个百分点至 49.36%；公司计提 5.48 亿元资产减值损失，主要系海城项目的资产减值。

图表 19. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一 季度	2018 年第一 季度
营业收入（亿元）	70.38	100.17	35.94	7.99	8.07
毛利（亿元）	30.56	32.62	17.74	5.06	4.06
期间费用率（%）	8.12	6.55	18.98	23.70	19.04
其中：财务费用率（%）	1.62	1.94	7.54	12.60	8.80
全年利息支出总额（亿元）	1.99	2.37	3.52	-	-
其中：资本化利息数额（亿元）	0.65	0.07	0.22	-	-

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

得益于各项费用的良好控制和房地产业务结转带来收入的大幅增加，2016-2017 年，该公司期间费用率整体呈下降趋势，2018 年受营业收入大幅减少影响，期间费用率较上年增长 12.43 个百分点至 18.98%，期间费用对盈利造成一定侵蚀。同期，公司营业税金及附加分别为 5.24 亿元、5.60 亿元和 2.39 亿元，主要为营业税、房产税及土地增值税。2016-2018 年，公司经营收益分别为 16.81 亿元、20.14 亿元和 2.81 亿元，2018 年因营业收入大幅减少而明显下降。

图表 20. 影响公司盈利的其他关键因素分析（单位：亿元）

影响公司盈利的其他因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年第一 季度	2018 年第一 季度
投资净收益	-0.69	2.25	10.83	0.05	6.33
营业外净收入及其他收益合计	-2.59	-1.46	0.56	0.02	0.49

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

2016-2018 年，该公司投资净收益分别为 -0.69 亿元、2.25 亿元和 10.83 亿元。2016 年公司投资净收益亏损，主要系参股公司滨江商博和惠商小贷亏损所致。2017 年公司投资收益主要来自于长期股权投资产生的投资收益 1.90 亿元，理财产品到期取得投资收益 0.37 亿元，以及可供出售金融资产亏损 0.27 亿元，投资电视剧《鸡毛飞上天》亏损 0.41 亿元。2018 年公司处置茵梦湖产权包⁴获得投资收益，投资收益较上年大幅上涨。2016-2018 年，公司营业外收入分别为 0.24 亿元、0.07 亿元和 0.58 亿元，其中 2018 年公司营业外收入有所增长主要系茵梦湖产权包转让收取的违约金和利息，同期营业外支出分别为 2.83 亿元、1.65 亿元和 0.16 亿元，其中 2016 年公司因涉及诉讼⁵当年计提了

⁴ 2017 年 11 月，该公司转让了南昌茵梦湖项目产权，成交价格 189,800 万元。

⁵ 2016 年末，该公司涉及多起诉讼。其中 2015 年 3 月，赖伦长因民间借贷纠纷起诉吕泽亮、

2.77 亿元的预计损失；2017 年，公司计提信用证预计损失 1.54 亿元，计提未决诉讼损失 0.08 亿元

2016-2018 年，该公司净利润分别为 10.03 亿元、14.09 亿元和 10.42 亿元，总资产报酬率分别为 5.24%、9.11%和 6.90%，净资产收益率分别为 9.81%、12.75%和 8.91%。2019 年第一季度，公司实现净利润 2.03 亿元，较上年同期下降 71.96%，主要系 2018 年第一季度公司确认茵梦湖产权包转让收益全额较大。

(3) 运营规划/经营战略

该公司将坚持市场主业，固本强基、联动发展，确保在各项工作取得实质性突破。公司将顺应专业市场发展趋势，改革创新，明确提出打造进口贸易、产业服务、供应链和国际拓展四大新兴业务发展平台，为市场赋能，并为公司培育新的利润增长点。公司将深化管理创新与完善人才机制建设。坚持市场主业方面（1）市场资源要素优化配置项目，（2）做好城市合伙人项目；构建四大新兴业务板块（1）做大进口板块，（2）做强仓储板块，（3）做优供应链板块，（4）做好国际板块；管理提升与完善人才机制（1）管理创新项目，（2）完善人才机制建设项目。

管理

1. 产权关系与公司治理

该公司为国有控股上市公司，实际控制人为义乌市国资委。公司根据自身经营特点设置了较合理的组织机构，各部门间职责较清晰；公司在财务管理、市场管理和工程管理等建立了一套相应的运行管理体制，经营管理运作较为规范；公司从业人员素质较高，管理团队稳定，能够满足现阶段的经营管理需要。

(1) 产权关系

2012 年 2 月 11 日，义乌市国有资本运营中心与义乌财务公司将所持有的该公司全部股权无偿转让给义乌恒大公司后，公司控股股东由义乌国资公司变更为义乌恒大公司。2014 年 2 月，义乌恒大公司更名为市场发展集团。义乌国资公司及市场发展集团均是由义乌市国资委设立的国有独资企业。截至 2019 年 3 月末，市场发展集团持有公司 55.82% 股权，实际控制人为义乌市国资委。市场发展集团所持公司股票不存在被质押或其他有争议情况。公司产权状况详见附录一。

江西康庄投资控股（集团）有限公司（简称“康庄公司”）、南昌欧风置业有限公司（简称“欧风置业”）、南昌茵梦湖置业有限公司（简称“茵梦湖置业”），要求吕泽亮偿还借款本金，欧风置业、茵梦湖置业等承担连带保证责任。

截至2018年末,市场发展集团经审计的合并口径资产总额为346.09亿元,所有者权益为137.75亿元(其中归属于母公司所有者权益为84.69亿元);2018年市场发展集团实现营业收入44.13亿元,实现净利润9.54亿元(其中归属于母公司净利润5.05亿元)。该公司是市场发展集团的核心子公司。2018年,公司营业收入占市场发展集团的81.43%;截至2018年末,公司资产总额占市场发展集团资产总额的77.66%。

(2) 主要关联方及关联交易

2018年,该公司与关联方存在购买押运安保服务费的关联交易,合计金额为11.11万元,金额较小;公司与关联方存在出售洗涤费、场地租赁和固定资产销售分别为228.62万元和4.72万元。公司与股东市场发展集团之间存在资产托管关系,公司受托管理幸福湖国际会议中心酒店,2018年收取88.82万元管理费。

2018年,该公司存在关联租赁,公司作为出租方向市场发展集团、惠商小贷、紫荆管理公司和浙江也麦数据科技有限公司提供办公场所,收取租赁收入200.43万元。

截至2018年末,该公司存在关联担保。接受担保方面,股东市场发展集团为公司的6.40亿元银行借款提供全额连带责任保证担保。对外担保方面,公司为合营公司义乌商旅投资发展有限公司(简称“义乌商旅”)3.38亿元的银行借款提供担保,义乌国有资本运营有限公司为本次担保提供反担保。2018年末,义乌商旅净资产为7.33亿元,2018年净亏损2534.50万元,存在一定的担保损失风险。

截至2018年末,该公司应收关联公司款项中含其他应收款33.55亿元和长期应收款0.61亿元,欠款方为义乌篁园商博置业有限公司(简称“篁园商博”)和义乌商旅;预收关联方款项合计59.94万元。2014年公司向义乌商旅提供财务资助1.05亿元,期限为三年,年利率为4.35%-8.00%,义乌商旅于2018年开始分期归还,截至2018年末公司对其长期应收款金额为0.62亿元。

2018年,该公司子公司出资设立子公司篁园商博,11月商城房产与融创鑫恒签订合作开发协议,共同设立合资公司融商置业以合作开发义乌有机更新向阳-市场片区C、E地块项目,商城房产以篁园商博100%股权作价5,000万元出资获得融商置业49%的股权,2018年末篁园商博不再纳入合并报表范围,而成为公司关联企业。2018年公司向篁园商博提供财务资助共计55.51亿元,年利率为0%或10%,其中超股比部分年利率为10%,篁园商博已于2018年陆续归还22.40亿元,截至2018年末对篁园商博其他应收款金额合计33.55亿元(含利息0.44亿元)。

(3) 公司治理

作为上市公司,该公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》

等法律、法规及规范性文件的要求，以及《浙江中国小商品城集团股份有限公司章程》（简称“《公司章程》”），独立开展生产经营活动，控股股东依照相关法律法规和《公司章程》的约定实现对公司的管理和控制。董事会由 9 名董事组成（含 3 名独立董事），对股东大会负责，监事会由 5 名监事组成（其中 2 名为职工监事）。公司董事、监事由股东大会选举产生，高级管理人员由董事会聘任。2018 年 8 月，原董事长朱旻辞职，经市政府提名、董事会任命，原副董事长、总经理赵文阁任董事长。2019 年 2 月王栋被聘任为公司总经理，2019 年 3 月被选举为公司副董事长。

2. 运营管理

（1）管理架构/模式

该公司根据自身的经营特点设置相关职能部门以及分公司与子公司。公司各部门之间职责划分明确，在业务开展中能够做到既保持应有的独立性，同时也能保持协作顺畅，机构设置基本满足现阶段的经营管理需要。公司组织架构详见附录二。公司高级管理人员普遍具有多年的商贸行业的从业经历，经营管理经验较丰富。近年来公司高级管理层变动较大，但公司稳定性仍然较好。

（2）经营决策机制与风险控制

该公司目前建立了较为健全的内部管理制度，明确了各部门和岗位在内部管理和风险控制方面的职责和权限，以控制经营管理风险和保障资产的安全完整。公司主要采取选派高级管理人员和财务负责人等方式对下属公司进行管理和控制。同时，公司还制定了较完善的规章制度，在财务管理、市场管理、工程管理及内部审计等方面实行较为规范的制度化管理。

（3）投融资及日常资金管理

在财务管理方面，该公司实行集中统一与分级管理相结合的管理制度。公司本部是投资中心，资金筹措中心，实行四“统一”：统一对外投资的决策权、统一各项资金的调配权、统一利润的分配使用权和统一交纳企业所得税。下属分公司根据集团公司的总体目标，实行指标分解，层层落实，在公司的授权范围内，自主对外办理原材料（商品）采购、产（商）品销售、货款结算和各项收支活动，核算产品成本及经营成果。

在市场管理方面，该公司建立了《义乌国际商贸城商位使用权转让、转租管理规定》，建立并完善商位转让、转租流转机制，限制高价转租，维护市场的良性健康发展。根据有关政策规定，公司把商位分成三种类型：定向安排的商位、招投标的商位、定向招商的商位。公司按不同类型商位进行相应的转让、转租管理，其中，定向招商的商位不得转让、转租，以维持商贸城的品牌定位。

在工程管理方面，该公司从建设项目立项，到工程招标、合同管理、项目施工、建设资金和工程预决算、项目竣工验收等各个环节，均建立了相应的管理制度，并严格按制度执行。公司按项目投资额设立不同的管理机构，确保建设项目的顺利完成。

在内部审计方面，该公司建立了由董事会监管的两级审核机制。公司董事会下设审计委员会，公司财务部则负责公司内部审计工作。审计的内容包括集团公司和控股子公司年度经营业绩审计、财务管理及会计制度执行情况审计、公司或控股子公司高级管理者的离任审计和其他专项审计等。通过实施规范的内部审计，在一定程度上降低了公司内部管理风险。

(4) 不良行为记录

根据该公司提供的《企业信用报告》，截至 2019 年 1 月 22 日公司本部近五年不存在借款违约及欠息情况。根据公司 2018 年年度审计报告，公司存在多起诉讼及仲裁事项。详见“表外事项”。

财务

该公司财务杠杆水平处于适中水平，权益资本对刚性债务的覆盖程度较好；剔除预收账款后的债务期限结构较为合理，但 2018 年以来，随着公司取得大额土地所有权，资金需求上升，刚性债务规模大幅增加；公司经营性现金流持续净流入对债务偿付提供良好支撑；公司资产流动性较高、资产质量较好，货币资金较为充裕，存货占比降低，但仍需关注去库存压力。

1. 数据与调整

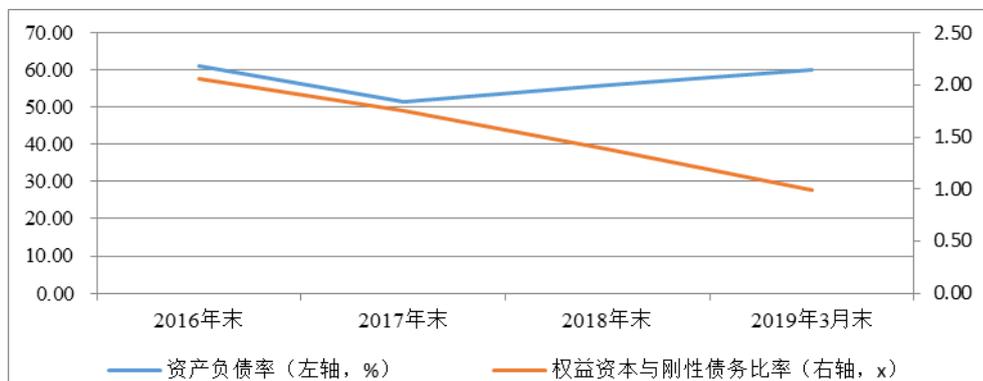
安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016-2018 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行《企业会计准则——基本准则》及其补充规定。2016-2017 年公司年报无重大调整，2018 年公司根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）调整部分会计项目，对合并及公司净利润和股东权益无影响。

2018 年末，篁园商博不再纳入该公司合并报表范围；此外，2018 年子公司设立义乌小商品城（德国）有限公司并处置子公司浙江义乌小商品城贸易有限责任公司、义乌中国小商品城采购有限公司；子公司商城房产处置南昌茵梦湖置业有限公司、南昌安晟置业有限公司。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的二级子公司共 26 家。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 21. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据小商品城所提供数据绘制。

随着房地产项目的结转，2016-2018 年该公司资产及负债规模先降后升，同期末公司资产总额分别为 271.40 亿元、238.61 亿元和 268.78 亿元；负债总额分别为 165.93 亿元、123.15 亿元和 150.53 亿元，2017 年末因房地产项目大幅结转致资产和负债规模均同比下降，2018 年末则随着拿地规模扩大，负债经营程度上升。2016-2018 年末公司资产负债率分别为 61.14%、51.61% 和 56.00%，剔除预收账款的资产负债率 41.69%、43.79% 和 47.30%。总体看，公司财务杠杆水平基本保持平稳，处于适中水平。

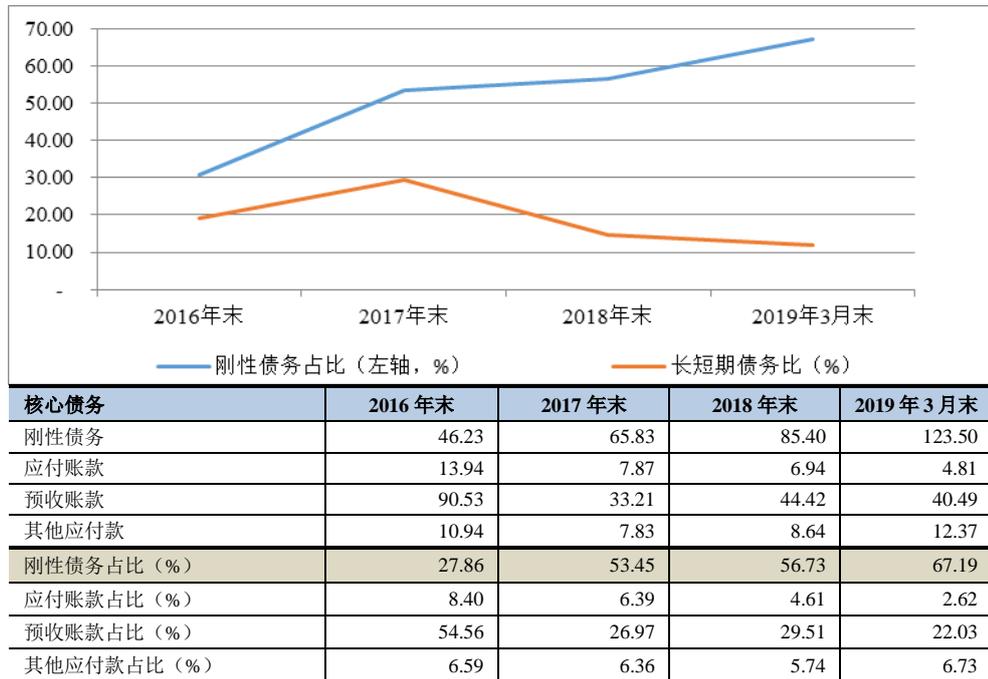
2016-2018 年末，该公司所有者权益分别为 105.47 亿元、115.47 亿元和 118.25 亿元，其中少数股东权益分别为 4.06 亿元、3.56 亿元和 0.63 亿元，占比低。2016-2018 年，公司现金分红金额分别为 3.27 亿元、4.41 亿元和 3.27 亿元，占同期归属于母公司净利润的 31.08%、30.21% 和 30.17%，剩余利润留存使得公司未分配利润相应增长，同期末分别为 21.53 亿元、31.27 亿元和 34.23 亿元。整体看，公司资本实力逐年提升。

2016-2018 年末，该公司权益对刚性债务比率分别为 2.28、1.75 和 1.38，公司权益资本对刚性债务的覆盖能力较强。

2019 年 3 月末，该公司负债总额为 183.81 亿元，较 2018 年末增长 22.11%；资产负债率为 60.18%，较 2018 年末上升 4.18 个百分点，因房地产业务规模继续扩大，负债经营程度持续上升；权益资本与刚性债务比率为 0.98。

(2) 债务结构

图表 22. 公司债务结构及核心债务（单位：亿元）



资料来源：根据小商品城所提供数据绘制。

债务构成方面，该公司负债以刚性债务和预收账款为主，其余主要为应付账款和其他应付款。2018 年末应付账款 6.94 亿元，主要为房地产项目应付款和市场及配套工程项目应付款，年末分别为 3.89 亿元和 2.58 亿元；账龄集中于一年以内，2018 年末占比为 77.62%。预收账款 44.42 亿元，主要为预收商位使用费和预收购房款，2018 年末分别为 35.74 亿元和 7.71 亿元，较上年末分别增长 27.94% 和 100%，预收商位使用费按照商位使用权让渡合同或协议约定的收费时间和方法计算确认为收入。其他应付款为 8.64 亿元，其中 6.37 亿元为商户押金及保证金。此外，2018 年公司因子公司基于国际贸易代理业务开立的信用证由于委托方未按照约定支付货款而陆续发生逾期，计提预计负债 1.11 亿元。

从债务期限结构来看，该公司债务以短期债务为主，2016-2018 年末公司流动债务占负债总额比例分别为 84.03%、77.31% 和 87.13%，流动负债占比存在波动主要是 2017 年预收账款结转所致。

2019 年 3 月末，该公司负债总额进一步增至 183.81 亿元，较年初增长 22.23%，主要是刚性债务增加 38.09 亿元，其他应付款增加 3.73 亿元至 12.37 亿元，其余科目相对变化较小。

(3) 刚性债务

图表 23. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
短期刚性债务合计	23.69	43.07	67.44	105.53
其中：短期借款	12.05	31.49	39.10	47.08
应付票据	-	-	0.02	-
应付利息	0.45	0.38	0.73	1.25
一年内到期的长期借款	1.20	1.20	2.60	2.20
一年内到期的应付债券	4.99	-	14.99	15.00
应付短期融资券	5.00	10.00	10.00	40.00
中长期刚性债务合计	22.54	22.77	17.96	17.97
其中：长期借款	7.60	7.80	8.00	8.00
应付债券	14.94	14.97	9.96	9.97
刚性债务合计	46.23	65.83	85.40	123.50

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司刚性债务分别为 46.23 亿元、65.83 亿元和 85.40 亿元，2018 年末短期刚性债务占比升至 78.97%，近年来随着房地产业务规模的扩大，公司刚性债务规模增长较快，且新增债务集中于短期，即期债务压力上升。融资模式方面，公司刚性债务以银行借款及债券等为主，2018 年末银行借款和债券金额分别为 47.90 亿元和 24.95 亿元，占比分别为 56.09% 和 29.22%。

2019 年 3 月末，该公司刚性债务较年初增加 38.09 亿元至 123.50 亿元，主要是 2019 年第一季度公司新发三期超短融资债券本金合计 30 亿元，短期银行借款亦继续增加；受此影响，短期债务占负债总额比上升至 89.25%，即期债务压力进一步上升。

图表 24. 公司 2018 年末银行借款综合融资成本/利率区间与期限结构 (亿元)

到期年份 综合融资成本或利率区间	1 年以内	1-2 年 (不含 2 年)	2-3 年 (不含 3 年)	3-5 年 (不含 5 年)	5 年及以上
3% 以内	0.50	0.00	0.00	0.00	0.00
3%-4% (不含 4%)	2.60	2.20	2.00	0.00	0.00
4%-5% (不含 5%)	38.60	0.50	1.00	2.00	0.30
合计	41.70	2.70	3.00	2.00	0.30

资料来源：小商品城

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 25. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年第一 季度
营业周期 (天)	855.62	381.41	853.57	-
营业收入现金率 (%)	71.60	45.54	138.05	45.77
业务现金收支净额 (亿元)	12.82	7.61	16.40	-21.64

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.85	-4.87	-3.33	-0.49
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	10.97	2.74	13.07	-22.13
EBITDA（亿元）	22.81	31.62	25.59	-
EBITDA/刚性债务（倍）	0.36	0.54	0.34	-
EBITDA/全部利息支出（倍）	11.47	13.35	7.26	-

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016-2018年及2019年第一季度，该公司营业收入现金率分别为71.60%、45.54%、138.05%和45.77%，同期公司业务现金收入净额分别为12.82亿元、7.61亿元和16.40亿元，受房地产销售周期影响较大。2017年房地产项目大幅结转收入，同时销售商品、提供劳务收到的现金减少，导致营业收入现金率降幅较大，业务收支净额下降；2018年钱塘印象与浦江绿谷一期实行销售，公司销售商品提供劳务收到的现金增加，而购买商品、接受劳务支付现金额减少，当年业务收支净额回升。近年来经营性现金流中其他因素收支净额持续为负，2018年其他与经营活动有关的现金流净流出3.33亿元，主要系支付契税等。

2016-2018年，该公司经营性现金净流量分别为10.97亿元、2.74亿元和13.07亿元，保持良好的净流入水平。但2019年第一季度经营性现金流净流出22.13亿元，主要是支付向阳地块土地出让金所致。

2016-2018年，该公司EBITDA先升后降，分别为22.81亿元、31.49亿元和25.59亿元，主要由利润总额构成，变化主要因利润总额波动所致。受此影响，刚性债务和利息支出的覆盖能力亦同步波动。

（2）投资环节

图表 26. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
回收投资与投资支付净流入额	11.71	-3.45	19.00	-14.98
其中：理财产品投资回收与支付净额	4.20	6.25	-1.55	-
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-7.81	-5.28	-4.39	-1.89
其他因素对投资环节现金流量影响净额	2.53	5.54	-33.30	-
投资环节产生的现金流量净额	6.44	-3.19	-18.69	-16.87

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

2016-2018年，该公司回收投资与投资支付净流入额分别为11.71亿元、-3.45亿元和19.00亿元，2017年净流出主要系公司购买理财产品及商城金控对外投资10.60亿元⁶所致，2018年公司回收投资与投资支付净流入较上年大幅增加主要是回收南昌茵梦湖项目产权包处置收回的投资款。

⁶ 其中对义乌商阜创智投资中心投资6.18亿元，对南通紫荆华通股权投资合伙企业投资2.00亿元。

2016-2018年，该公司购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流出额逐年缩减，主要系在建项目交付后支付的工程款减少所致。2018年公司其他因素对投资环节现金流量影响净额为-33.30亿元，较上年呈大额净流出，主要系支付篁园商博财务资助款29.87亿元及为拟设立的合营公司代付土地款13.60亿元。2016-2018年及2019年第一季度，公司投资性现金净流量分别为6.44亿元、-3.19亿元、-18.69亿元和-16.87亿元，2019年第一季度投资活动净流出较上年同期大幅增长主要系上期处置茵梦湖产权收到处置款14.28亿元。

(3) 筹资环节

图表 27. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标（亿元）	2016年	2017年	2018年	2019年第一季度
权益类净融资额	-2.47	-3.27	-4.18	-
债务类净融资额	-17.33	17.19	16.22	37.02
其中：现金利息支出	2.34	2.44	2.94	-
筹资环节产生的现金流量净额	-19.80	13.93	12.07	41.02

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

该公司每年均有一定数额的分红，近年权益类净融资额呈净流出状态。2016-2018年及2019年第一季度，公司筹资性现金流量净额分别为-19.80亿元、13.93亿元、12.07亿元和41.02亿元。2016年，由于商位使用费及房地产项目预售回笼资金大幅增长，公司偿还了较大规模的银行借款及应付债券，使得当期筹资性现金净流出；2017年-2018年及2019年第一季度，公司取得借款收到的现金大幅增加，筹资性现金呈净流入状态。

4. 资产质量

图表 28. 公司主要资产的分布情况（亿元）

主要数据及指标	2016年末	2017年末	2018年末	2019年3月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	114.74	78.62	120.67	157.07
	42.28%	32.95%	44.89%	51.43%
其中：货币资金	8.33	21.37	32.14	36.57
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	16.49
其他应收款	5.99	1.21	35.55	33.48
存货	88.90	51.47	33.44	67.14
其他流动资产	9.03	3.39	18.82	1.96
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	156.66	159.99	148.11	148.35
	57.72%	67.05%	55.11%	48.57%
其中：可供出售金融资产	12.16	13.59	10.49	0.00
长期股权投资	8.91	12.12	11.61	11.61
投资性房地产	16.46	15.55	14.96	14.79
固定资产	64.46	59.75	51.12	50.03
在建工程	1.62	6.06	10.85	11.38

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
无形资产	40.31	39.17	37.89	37.57
期末全部受限资产账面金额	10.91	10.21	8.02	-
受限资产账面余额/总资产 (%)	4.02	4.28	2.98	-

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

2016-2018 年末及 2019 年 3 月末，该公司资产总额分别为 271.40 亿元、238.61 亿元、268.78 亿元和 305.42 亿元；同期末流动资产占比分别为 42.28%、32.95%、44.89% 和 51.43%；2018 年末公司受限资产合计 8.02 亿元，包括受限货币资金 0.82 亿元，商城金控对商阜创智基金长期股权投资 1.03 亿元及 6.18 亿元的其他非流动资产被上海市公安局冻结。

截至 2018 年末，该公司流动资产为 120.67 亿元，较上年末增长 53.48%。流动资产主要包括存货、其他应收款和货币资金，上述科目合计 101.13 亿元，占流动资产总额的 83.81%。其中，存货 33.44 亿元，较上年末减少 35.04%，存货主要为房地产项目，主要系转让茵梦湖产权包减少库存 17.30 亿元；货币资金 32.14 亿元，较上年末增长 50.41%；其他应收款 35.55 亿元，较上年末增长 34.34 亿元，主要系期末应收合营公司篁园商博财务资助款 33.11 亿元；其他流动资产 18.82 亿元，较上年末增长 455.05%，主要系预付向阳 B 地块出让金 13.60 亿元。

截至 2018 年末，该公司非流动资产 148.11 亿元，较上年末减少 7.43%。主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产、固定资产、在建工程和无形资产。2018 年末，可供出售金融资产为 10.49 亿元，较上年末减少 22.82%，主要系 2018 年公司持有的申万宏源集团股份有限公司股票价格变动所致；固定资产净额为 51.12 亿元，主要由房屋建筑物和通用设备构成；在建工程较上年末增加 4.79 亿元，主要系根据义乌国际生产资料市场配套项目和义乌商博工程进度确认成本增加；无形资产净额为 37.89 亿元，主要为土地使用权；其他非流动资产 7.56 亿元，包括预付土地出让金 1.38 亿元和公司子公司的固定收益投资⁷6.18 亿元。

2019 年 3 月末，该公司流动资产为 157.07 亿元，较上年末增长 30.17%，其中，货币资金较上年末增长 13.79% 至 36.57 亿元，主要系公司新发行三期短期融资债券带来货币资金的增长；存货增加 100.81%，主要是新增向阳 B 地块土地所有权 27.20 亿元，苏溪地块 6.34 亿元；其他流动资产较上年末减少 89.61% 至 1.96 亿元，主要系公司实施新金融工具会计准则调整至交易性金融资产所致。

⁷ 公司子公司商城金控投资于私募基金义乌商阜创智投资中心(有限合伙)，该基金投资于湖北省资产管理有限公司，公司每年可获取 7% 的固定资金收益，不足部分由上海阜兴金融控股(集团)有限公司补足。上海阜兴金融控股(集团)有限公司实际控制人朱一栋目前行动受限中，新世纪评级将持续关注该私募基金的投资收益情况。

5. 流动性/短期因素

图表 29. 公司资产流动性指标 (%)

主要数据及指标	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
流动比率	82.29	82.58	92.01	95.75
现金比率	5.97	22.44	24.50	32.34

资料来源：根据小商品城所提供数据整理。

2016-2018 年末，该公司流动比率分别为 82.29%、82.58%和 92.01%，现金比率分别为 5.97%、22.44%和 24.50%，由于公司流动负债中预收账款余额大，其实际资产流动性优于账面指标反映的水平。2019 年 3 月末，公司流动比率、现金比率分别为 95.75%和 32.34%，其中流动比比较 2018 年末提升 3.74 个百分点，主要系公司货币资金增加所致。

6. 表外事项

截至 2018 年末，该公司尚未解保的对外担保金额为人民币 23.46 亿元，其中 20.08 亿元系为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，公司历史上极少发生与此类担保有关的损失；其余主要系为义乌商旅提供 3.38 亿元连带责任担保，义乌市国有资本运营有限公司为本次担保提供反担保，风险较为可控。

由于阜兴金控实际控制人朱一栋涉嫌犯罪，该公司参与投资的商阜创智基金所持有的湖北资管公司 22.67%股权被上海公安局冻结，冻结期限自 2018 年 9 月 6 日至 2019 年 9 月 6 日，股权冻结期间，商阜创智基金无法出售持有的湖北资管公司股权，商城金控的基金份额暂时无法通过正常途径退出。商城金控原预计可获取 7%/年的固定资金收益，目前该部分预计收益暂时无法正常获得。经自查截至公司公告日（2018 年 12 月 20 日），公司未发现商阜创智基金和产业基金存在对外担保、借款等或有债务情况，目前公司仍无法对损益金额进行量化评估。新世纪评级将持续关注上述事件进展，及上述事项对小商品城及偿债资产安排的影响。

2017 年 12 月，该公司子公司商城贸易公司发生信用证逾期，2018 年 1 月 22 日，中国银行义乌市分行向金华市中级人民法院提起诉讼，要求商城贸易公司偿付信用证逾期垫款、利息以及律师费用人民币合计 11,368 万元，并要求公司就对此承担共同还款责任。金华市中级人民法院于 2018 年 2 月 11 日作出的民事裁定（（2018）浙 07 民初 18 号），冻结商城贸易公司所有的存款 11,368 万元或查封相应财产，2018 年 2 月 23 日，商城贸易公司银行存款 306 万元已被冻结。2018 年 3 月 22 日移送义乌市公安局处理，并退回原案件受理费。

2017 年末，该公司持有商城贸易公司 71.60%的股权，2018 年公司已售了持有的商城贸易公司 35.80%的股权。转让完成后，商城贸易公司不再纳入公司合并报表范围。

7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部是市场运营的主体,并承担投融资及管理职能。2016-2018年,公司本部营业收入分别为29.52亿元、27.64亿元和27.77亿元,收入较为稳定;营业利润分别为12.18亿元、18.70亿元和5.11亿元,其中2018年较上年大幅减少,主要是对海城公司的投资及借款计提减值准备。2018年末,公司本部资产总额258.69亿元。其中,货币资金为30.96亿元;其他流动资产为29.78亿元,主要是对子公司提供的借款;可供出售金融资产为7.44亿元。银行理财产品和可供出售金融资产变现能力较强,可为债务偿还提供支持。2018年末,公司本部负债总额146.02亿元,刚性债务87.28亿元,其中短期刚性债务69.31亿元,现金资产对短期刚性债务覆盖比为45%。整体看,公司本部面临一定即期偿债压力。

外部支持因素

1. 政府支持

该公司为义乌市国资委下属企业,在义乌国资企业中具有较为重要的地位,可在政策、业务等方面获得政府较大力度的支持。

2. 国有大型金融机构支持

该公司与商业银行等金融机构保持良好的合作关系,截至2019年3月末,公司及其所属公司获得银行授信总额为114.60亿元,已用授信57.28亿元。

图表 30. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中: 贷款授信	已使用额度	利率区间	附加条件/增 信措施
全部(亿元)	114.60	114.60	57.28	1.2%-4.75%	信用+保证
其中:国家政策性金融 机构(亿元)	45.60	45.60	22.70	3.92%-4.75%	保证+信用
工农中建交五 大商业银行(亿元)	30.00	30.00	24.80	4.1325%-4.36%	信用
其中:大型国有金融 机构占比(%)	65.97	65.97	82.92		

资料来源:根据小商品城所提供数据整理(截至2019年3月31日)。

债项信用分析

1. 本期债券偿付保障措施

(1) 核心业务盈利保障

该公司所运营的义乌小商品城市场出租率保持在良好水平,可贡献较为

稳定的利润，公司房地产业务近年来结转较大规模收入，公司保持了良好的利润水平，2016-2018年，公司 EBITDA 分别为 22.81 亿元、31.49 亿元和 25.59 亿元，EBITDA 对债务具有一定保障能力。

(2) 经营性现金流处良好水平

义乌小商品城市场采取预收租金的形式，可形成一定的资金沉淀，近年该公司房地产业务销售情况良好，整体现金流处于良好水平，近年来保持净流入状态，对公司债务偿付可提供良好支撑。

(3) 融资渠道通畅

该公司作为上市公司，直接融资渠道较为通畅，同时公司与各大银行建立良好的合作关系，公司所获得的银行授信规模较为充足。

评级结论

该公司经营的“义乌中国小商品城”在国内具有显著的品牌优势以及较高的市场地位。近年来公司依托当地优越的商业环境及市场资源，发展市场经营主业及相关的贸易、酒店服务及会展广告等产业，业务之间能够形成协同效应。但需关注国际贸易环境的变化或导致市场经营繁荣度下降，商位租金面临下调压力；公司房地产项目库存去化较好，但需关注后续浦江、义乌项目去化情况；受宏观经济下行、三公消费限制及行业竞争影响，公司酒店业务经营持续承压。

该公司财务杠杆水平处于适中水平，权益资本对刚性债务的覆盖程度较好；剔除预收账款后的债务期限结构较为合理；经营性现金流持续净流入，EBITDA 对刚性债务和利息支出的覆盖程度有所提升；公司资产流动性较高、资产质量较好，存货占比降低，但仍需关注去库存压力。

跟踪评级安排

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

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

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

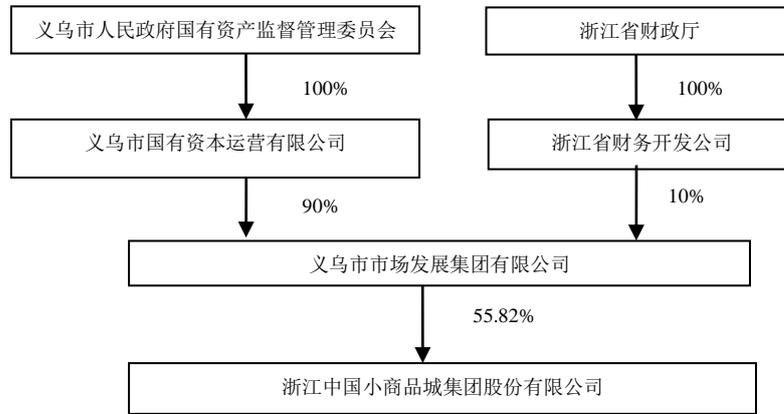
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

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

附录一：

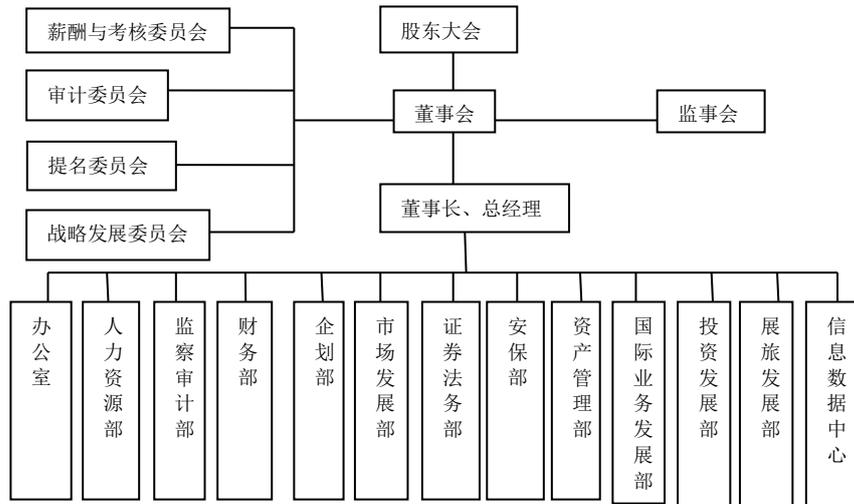
公司与实际控制人关系图



注：根据小商品城提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据小商品城提供的资料绘制（截至 2019 年 3 月末）。

附录三：

相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额(亿元)	所有者权益(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营环节现金净流入量(亿元)	EBITDA(亿元)	
义乌市市场发展集团有限公司	市场发展集团	公司之控股股东	—	投资、市场经营	31.56	49.53	1.76	1.67	2.81	3.00	本级
浙江中国小商品城集团股份有限公司	小商品城	本级	—	市场经营、酒店展览广告	87.28	113.74	0.25	-10.22	24.73	-9.25	本级
义乌中国小商品城房地产开发有限公司	商城房产	核心子公司	100.00	房地产	0	31.11	2.47	3.67	0.55	5.25	
浦江绿谷置业有限公司	浦江绿谷	核心子公司	100.00	房地产	0	8.51	2.38	0.52	0.32	0.71	
海城义乌中国小商品城投资发展有限公司	海城公司	核心子公司	95.00	房地产、市场经营	0	-4.35	0.004	-7.60	-1.0599	-8.61	
义乌中国小商品城金融控股有限公司	商城金控	核心子公司	100.00	投资	0	11.88	0.008	-0.15	-1.25	-0.24	
浙江商博置业有限公司	商博置业	核心孙公司	100.00	房地产	0	0.57	0.016	0.12	0.0056	0.03	
义乌中国小商品城信息技术有限公司	信息公司	核心子公司	100.00	信息技术	0	2.05	0.28	0.001	-0.007	-0.014	
浙江义乌购电子商务有限公司	义乌购	核心子公司	51.00%	电子商务	0	0.74	0.44	0.017	0.45	0.009	

注：根据小商品城 2018 年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	271.40	238.61	268.78	305.42
货币资金 [亿元]	8.33	21.37	32.14	36.57
刚性债务[亿元]	51.23	65.83	85.40	123.50
所有者权益 [亿元]	105.47	115.47	118.25	121.61
营业收入[亿元]	70.38	100.17	35.94	7.99
净利润 [亿元]	10.03	14.09	10.42	2.00
EBITDA[亿元]	22.81	31.62	25.59	—
经营性现金净流入量[亿元]	10.97	2.74	13.07	-22.13
投资性现金净流入量[亿元]	6.44	-3.19	-18.69	-16.87
资产负债率[%]	61.14	51.61	56.00	60.18
权益资本与刚性债务比率[%]	205.88	175.41	138.47	98.48
流动比率[%]	82.29	82.58	92.01	95.75
现金比率[%]	5.97	22.44	24.50	32.35
利息保障倍数[倍]	7.48	9.80	4.97	—
担保比率[%]	35.09	26.92	19.84	—
营业周期[天]	855.62	381.41	853.57	—
毛利率[%]	43.42	32.56	49.36	63.24
营业利润率[%]	22.90	22.48	38.35	35.41
总资产报酬率[%]	5.24	9.11	6.90	—
净资产收益率[%]	9.81	12.75	8.91	—
净资产收益率*[%]	10.81	13.68	9.43	—
营业收入现金率[%]	71.60	45.54	138.05	45.77
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	7.02	2.33	11.55	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	9.59	-0.31	-4.11	—
EBITDA/利息支出[倍]	11.47	13.35	7.26	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.36	0.54	0.34	—

注：表中数据依据小商品城经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]} +365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

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

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

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

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

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

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

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

评级声明

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

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

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

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

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

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

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《房地产开发行业信用评级方法（2015 版）》（发布于 2015 年 12 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。