

浙江中国小商品城集团股份有限公司

16 小商 01 、 16 小商 02

跟踪评级报告

主体信用等级: AA⁺级

债项信用等级: AA⁺级

评级时间: 2017 年 5 月 22 日



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.

浙江中国小商品城集团股份有限公司 16 小商 01、16 小商 02 跟踪评级报告

概要

编号:【新世纪跟踪[2017]100110】

存续期间 16 小商 01: 5 年期, 10 亿元人民币, 2016 年 10 月 31 日-2021 年 10 月 31 日
16 小商 02: 5 年期, 10 亿元人民币, 2016 年 11 月 30 日-2021 年 11 月 30 日

	本次		首次	
	主体/展望/债项	评级时间	主体/展望/债项	评级时间
16 小商 01	AA+/稳定/AA+	2017 年 5 月	AA+/稳定/AA+	2016 年 2 月
16 小商 02	AA+/稳定/AA+	2017 年 5 月	AA+/稳定/AA+	2016 年 7 月

主要财务数据

项 目	2014 年	2015 年	2016 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司数据:			
货币资金	10.61	8.70	4.70
刚性债务	98.04	39.75	40.80
所有者权益	86.26	99.24	104.61
经营性现金净流入量	7.79	66.37	66.37
合并数据及指标:			
总资产	284.98	296.28	271.40
总负债	192.17	197.17	165.93
刚性债务	104.04	60.71	45.78
所有者权益	92.81	99.11	105.47
营业收入	38.43	56.98	70.38
净利润	4.06	6.63	10.03
经营性现金净流入量	11.32	68.26	10.97
EBITDA	17.32	20.97	22.38
资产负债率[%]	67.43	66.55	61.14
权益资本与刚性债务比率[%]	89.21	163.27	230.38
流动比率[%]	76.87	76.09	82.29
现金比率[%]	10.85	7.05	5.97
利息保障倍数[倍]	2.05	2.89	7.48
净资产收益率[%]	4.42	6.91	9.81
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.62	35.07	6.04
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.64	22.45	9.59
EBITDA/利息支出[倍]	3.50	4.55	11.25
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.25	0.42

注: 根据小商品城经审计的 2014~2016 年财务数据整理、计算。

分析师

吴晓丽 周文哲

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

Tel: (021)63501349 63504376

Fax: (021)63500872

E-mail: mail@shxsj.com <http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

跟踪期内, 该公司的各项主业经营业绩总体良好, 盈利能力强, 但受外需疲软、商品交易行业景气度下滑等影响公司酒店业务及市场经营面临的压力上升。公司的负债以预收账款为主, 资产流动性高、资产质量好。公司经营的“义乌中国小商品城”在国内具有较显著的品牌优势和市场地位, 小商品交易市场的经营与会展、酒店等业务协同发展, 能得到当地政府的有力支持, 综合竞争力较强。

- 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。
- 跟踪期内, 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。
- 国际贸易环境的变化或导致义乌小商品市场的整体繁荣度下滑, 使商位出租业务租金下调压力加大。
- 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。
- 2016 年小商品城涉及诉讼, 计提了大额预计负债, 需关注后续事项进展。小商品城分别为惠商小贷和义乌商旅提供关联担保, 2016 年被担保方出现亏损。

评级机构: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司



本报告表述了新世纪评级对小商品城及其发行的本两期债券的评级观点, 并非引导投资者买卖或持有小商品城发行的金融产品及债权人向小商品城授信、放贷、赊销的一种建议。报告中引用的资料主要由小商品城提供, 所引用资料的真实性由小商品城负责。

跟踪评级报告

按照浙江中国小商品城集团股份有限公司(以下简称“小商品城”、“该公司”或“公司”)16小商01、16小商02信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据小商品城提供的经审计的2016年财务报表及相关经营数据,对小商品城的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息的收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,得出跟踪评级结论如下。

一、债券发行情况

该公司于2016年4月27日发行了本金8亿元人民币的2016年公司债券(第一期),期限为3年,票面利率为3.80%,并于2016年5月16日起在上海证券交易所挂牌交易(证券代码136411.SH,证券简称“16小商01”),目前尚未到期。

该公司于2016年7月27日发行了本金7亿元人民币的2016年公司债券(第二期),期限为3年,票面利率为3.10%,并于2016年8月19日起在上海证券交易所挂牌交易(证券代码136578.SH,证券简称“16小商02”),目前尚未到期。

图表 1. 公司存续债券概况 (单位: 亿元)

债券名称	种类	债券余额	发行时间	期限	票面利率
16 浙小商 CP001	短期融资券	5.00	2016 年 8 月	1 年	2.78%
16 小商 01	公司债券	8.00	2016 年 4 月	3 年	3.80%
16 小商 02	公司债券	7.00	2016 年 7 月	3 年	3.10%
14 浙小商 MTN001	中期票据	5.00	2014 年 9 月	3 年	5.30%
合计		25.00			

资料来源: wind 资讯

二、跟踪评级结论

(一) 公司管理

跟踪期内,该公司在组织结构、股权结构、内部规章制度等管理体系方面没有发生变动,公司控股股东仍为义乌市市场发展集团有限公司(简称“市场发展集团”),实际控制人为义乌市国资委。截至2016年末,市场发展集团持有公司55.82%的股权。

该公司与关联方存在一定规模的持续性关联交易和资金往来。2016年，公司与关联方购买安保服务、出租办公场所的关联交易合计金额分别为 37.54 万元和 126.66 万元。公司受托管理幸福湖国际会议中心酒店，2016 年收取的酒店管理费为 99.79 万元。2016 年，公司获得关联方担保余额为 9.35 亿元；公司分别为联营公司义乌市惠商小额贷款股份有限公司（简称“惠商小贷”）和合营公司义乌商旅投资发展有限公司（简称“义乌商旅”）提供银行借款担保，金额分别为 0.09 亿元和 1.83 亿元。2016 年末，惠商小贷和义乌商旅净资产分别为 5.21 亿元和 7.91 亿元，2016 年实现净利润为-1.24 亿元和-0.19 亿元。存在担保损失风险。公司向合营公司义乌商旅提供财务资助，期末余额为 2.36 亿元；向联营公司杭州滨江商博房地产开发有限公司（简称“滨江商博”）提供财务资助款，期末余额为 4.84 亿元。2016 年末滨江商博净资产为 2.33 亿元，2016 年实现净利润-1.56 亿元。公司应收关联方款项为应收上述财务资助本金及利息，期末合计 7.70 亿元，存在回收风险。公司应付关联方款项余额为 21.55 万元。

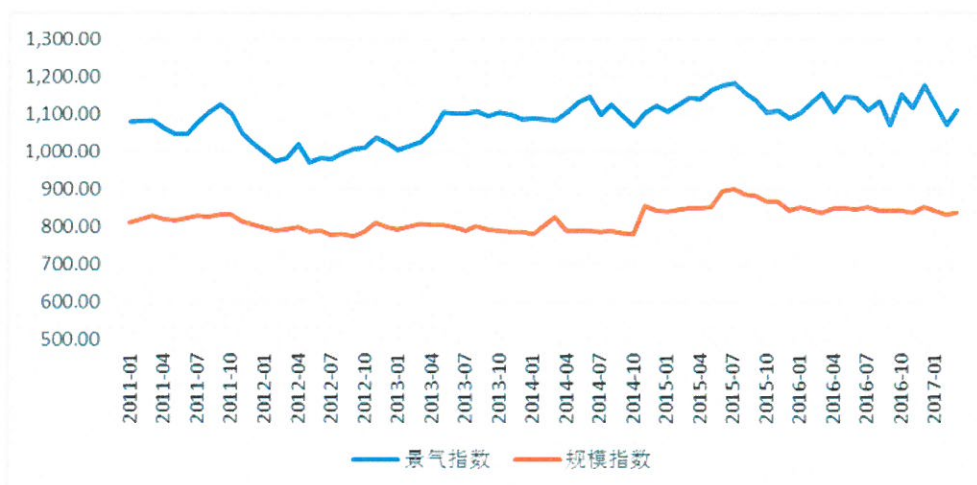
（二）经营环境

1. 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，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 2015 年末我国交易额在亿元以上的商品交易市场有 4952 家，其中小商品市场数量为 38 家；2015 年亿元以上商品交易市场成交额为 10.01 万亿元，其中小商品市场成交额为 482.35 亿元。大型商品交易市场中，批发市场占据绝大多数，2015 年我国亿元以上商品交易批发市场成交额为 8.58 万亿元，其中小商品批发市场成交额为 462.93 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。根据《2015 年义乌市国民经济和社会发展统计公报》，2015 年义乌中国小商品城实现成交额 982.2 亿元，同比增长 14.6%，已连续 25 年位居全国各大专业市场首位。

图表 2. 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 2016 年 11 月 16 日，“义新欧”中欧班列累计发运往返班列 115 次，累计装载集装箱 8622 个。其中，去程班列共发运 97 次，装载 8072 个标箱；回程班列共发运 18 次，装载 550 个标箱。

2. 房地产行业

2016 年我国商品房新房成交量快速增长，全年销售面积为 15.73 亿平方米，同比增长 22.46%；其中住宅销售面积为 9.31 亿平方米，同比增长 22.36%。值得注意的是，2016 年 9 月末多个热点城市加大限贷限购力度后，11 月全国商品房销售面积同比增速一度大幅降至 7.92%。但由于金融机构总体上仍保持了较大规模的新增个人购房贷款，12 月商品房销售面积同比增速又出现了一定程度的反弹。

该公司房地产项目主要集中在杭州、南昌和义乌三地。2016 年全年杭州房地产成交面积同比上涨 18.53%，成交均价同比上涨 6%，商品房库存下降明显。2016 年南昌总成交面积同比增加 34.80%，成交均价同比下降 2%，库存显著降低。

此外，该公司在义乌本地也有部分商品房地产项目。2016 年 1-11 月，义乌市房地产开发投资 94.1 亿元，同比增长 29.1%。前三季度商品

房销售面积同比下降 19%，库存有所上升。

3. 酒店服务业

义乌市作为国际性商贸城市，商贸客源较为充足，同时受益于经济、商贸的快速发展，义乌市旅游业得到较快的发展。旅游业的发展亦为酒店服务业提供了充足的客源。2016 年，全市共接待境内外游客 1773.21 万人次，较上年增长 15.43%，实现旅游总收入 216.65 亿元，较上年增长 16.27%；实现旅游外汇收入 5.70 亿美元，增长 10.16%。

会展业亦为义乌市的酒店服务业提供了部分的客源。在中国义乌国际小商品博览会、中国义乌文化产品交易会等博览会举办期间，义乌市的宾馆、酒店均有较高入住率。2016 年，全市共举办商业性展览 37 个，参展企业 13985 家。

义乌市虽有较为充裕的商贸客源和旅游客源，但受限制政府消费、酒店业竞争加剧等因素影响，酒店服务业的盈利状况在持续弱化。近年来，从中央到地方各级政府严控会议费支出，部分地方政府在会议费管理办法中做出“限星”的规定。

截至 2016 年末，义乌市达四星级及以上标准的酒店超过 20 家，三星及三星以下宾馆、经济型酒店星罗棋布，酒店数量的增加对酒店业盈利能力造成一定影响。

（三）业务运营

该公司以小商品市场经营为主要业务，以义乌中国小商品城为主要运营载体，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，公司围绕小商品市场经营业务发展全方位服务，包括会展、酒店、电子商务和金融服务等，使经营业务协调发展。公司举办的 8 项品牌会展中 4 项被国家部委列为重点支持展会，以中国义乌国际小商品博览会为代表的会展提升了义乌品牌价值。公司旗下酒店围绕市场、会展、旅游发展，在当地具备一定的市场声誉。“义乌购”于 2012 年成功上线并入选浙江省电子商务提升发展试点平台，实现在线购买、3D 实景视频等功能。公司通过与国家商务部合作编制发布义乌中国小商品城指数、编制并实施《小商品分类与代码》标准，在一定程度上取得了全球小商品贸易定价、定标话语权。

图表 3. 公司最近 3 年营业收入构成分析 (单位: 亿元、%)

	2014 年		2015 年		2016 年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
市场经营	20.54	59.72	20.06	58.03	22.68	63.50
商品销售	6.76	2.24	4.97	2.12	4.95	2.37
房地产	3.43	48.26	23.91	30.93	34.57	34.37
酒店服务	1.94	9.09	2.28	-2.26	2.10	-4.72
展览广告	1.11	-0.86	1.00	-2.87	1.10	-1.96
其他	4.65	91.55	4.76	90.34	4.99	85.85
总计/综合	38.43	48.15	56.98	40.99	70.38	43.42

注: 根据小商品城提供的数据整理

2016 年, 该公司营业收入为 70.38 亿元, 以市场经营和房地产业务为主要收入来源。2016 年房地产收入增至 34.57 亿元, 市场经营业务受益于一区东扩亦增至 22.68 亿元, 从而使营业收入同比增长 45.21%。2016 年, 公司综合毛利率水平为 43.42%, 处于较高水平。

1. 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, 租金按年收取。

2016 年, 该公司市场经营业务收入为 22.68 亿元; 毛利率为 63.50%。得益于一区东扩交付使用, 公司 2016 年市场经营收入增长明显, 盈利上升。

目前该公司在建的市场类项目主要为海城义乌中国小商品城 (一期) 项目。该项目位于辽宁海城, 项目总投资 28.6 亿元。2015 年, 该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, 预计总投资 17.2 亿元, 截至 2016 年末已投入 14.6 亿元, 已竣工验收; 商业街部分将对外出售, 预计总投资 11.4 亿元, 截至 2016 年末已投资 8.8 亿元, 已竣工验收。海城义乌小商品城项目是公司首次在义乌以外建设小商品市场, 投资运营风险需持续关注。

此外, 该公司的外国人服务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。项目于 2013 年 3 月开工, 总投资 4.49 亿元, 目前已竣工。该项目建成后将用于商务出租及对外商提供服务等。

图表 4. 公司商铺出租情况 (单位: 个、万平方米、元/平方米/年)

市场名称	总商位数	建筑面积	已租计划价商位		已租市场价商位		2016 年平均商位租金	
			商位数	面积	商位数	面积	计划价	市场价
篁园市场	5,192	8.33	4,984.5	7.98	87.5	0.12	1,784.6	4,051.20
宾王市场	277	1.47	165.0	0.89	--	--	670.9	--
国际商贸城一区	10,238	9.50	7,855.0	7.53	2,379.0	1.96	2,452.1	4,085.91
一区东扩	2,521	3.07	15.0	0.04	2,446.0	2.92	3,104.3	2,617.54
国际商贸城二区	9,645	16.12	7,478.0	13.01	2,132.0	2.97	1,596.7	3,789.00
国际商贸城三区	6,888	14.50	5,162.5	11.17	1,490.0	2.62	1,594.3	2,781.51
国际商贸城四区	16,865	27.53	12,832.0	19.43	3,008.0	5.05	2,316.2	2,699.45
国际商贸城五区	6,850	13.44	5,703.0	11.21	216.0	0.33	1,215.2	3,771.53
进口馆	376	3.43	368.0	3.36	--	--	228.1	--
生产资料市场	4,346	26.15	2,321.0	15.09	--	--	280.7	--
海城	6,036	17.02	1,988.0	4.72	--	--	--	--
合计	69,234	140.56	48,872.0	94.41	11,758.5	15.96	-	-

资料来源: 小商品城 (截至 2016 年末)

2. 房地产开发业务

该公司的房地产业务主要由子公司商城房产以及各项目公司负责经营, 商城房产拥有国家一级房地产开发资质。

截至 2016 年末, 该公司在开发的房地产项目有 2 个, 计划总投资合计 81.90 亿元, 截至 2016 年末累计投入 32.18 亿元, 后续仍有一定资本支出压力。杭州东城印象公寓、义乌荷塘月色、南昌凤凰印象及杭州钱塘印象已竣工。浦江绿谷项目位于浙江省浦江县内, 以低密度住宅为主, 南昌茵梦湖项目位于江西省南昌县境内, 距南昌市中心区约 30 公里, 目前仍处于规划阶段, 前期投入主要为土地成本。

图表 5. 公司房地产开发业务在建项目概况 (单位: 亿元, 万平方米)

项目名称	物业类型	建设起止年限	计划总投资*	至 2016 年末已投入
浦江绿谷项目	住宅、商业	2015-2018	36.09	17.80
南昌茵梦湖项目	住宅、商业	2014-2018	45.81	14.38
合计			81.90	32.18

资料来源: 小商品城

*全部为自有资金

截至 2016 年末, 该公司在售项目可售面积合计为 174.39 万平方米, 已累计销售 73.13 万平方米。2016 年销售回笼资金为 23 亿元。随着房地产市场景气度下行, 后续房源的销售压力加大, 公司面临的资金回笼风险有所上升。公司项目预计将在 2018 年以前陆续交付完成。

图表 6. 公司房地产项目销售情况 (单位: 亿元、万平方米)

项目名称	可销售面积	至 2016 年末 累计销售面积 (含预售)	至 2016 年末 累计回笼资金 (含预售)	销售均价	2016 年 结算收入	累计 结算收入
杭州东城印象公寓	3.55	3.07	8.41	2.74	1.88	8.33
荷塘月色	39.58	31.69	42.26	1.33	24.30	38.79
杭州钱江新城	8.96	8.94	39.44	4.41	2.13	2.13
南昌凤凰印象	18.62	13.77	13.89	1.01	5.97	12.81
浦江绿谷项目	48.47	15.66	13.97	0.89	0.00	0.00
南昌茵梦湖项目	55.21	0.00	0.00	-	0.00	0.00
合计	174.39	73.13	117.97	-	32.40	62.07

资料来源: 小商品城

受开发项目周期性影响, 该公司房地产业务收入呈现一定的波动。2016 年, 公司房地产业务收入为 34.57 亿元。2016 年公司在售项目交付面积较大, 带动当年房地产业务收入显著增加。

该公司于 2016 年新增两幅土地, 分别为以 0.83 亿元取得的面积为 6.92 万平方米的南昌银三角 58 号地块和以 2.27 亿元取得的面积为 1.87 万平方米的义乌稠州北路 4、5、6#地块。

该公司房地产业务占用资金规模较大, 在三线城市及部分二线城市房地产市场仍面临较大库存压力的情况下, 房地产项目投资回报仍存在不确定因素。总体上看, 公司房地产业务已进入去库存阶段, 但面临一定投资风险。

3. 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, 其中海洋酒店及银都酒店为四星级, 皇冠假日酒店和新商城宾馆目前未评定星级。

近年来, 该公司酒店业务的经营压力有所加大。政府消费限制、区域酒店业竞争加剧等因素对酒店客流造成一定的不利影响, 入住率和平均房价都出现了不同程度的下滑。2016 年度, 该公司酒店业务实现收入 2.10 亿元, 毛利率为 -4.72%。

图表 7. 公司酒店服务业务经营状况 (单位: 元/间、%)

酒店名称	2014 年		2015 年		2016 年	
	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	525.65	60.16	467.96	55.79	400.72	59.66
银都酒店	435.65	67.99	419.75	68.37	379.5	65.49
皇冠假日酒店	534.60	25.67	527.73	34.92	465.75	33.36
新商城宾馆	--	--	426.07	38.60	403.58	51.16

资料来源: 小商品城

图表 8. 公司酒店服务业务经营状况 (单位: 亿元、%)

酒店名称	2014 年		2015 年		2016 年	
	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	6,459.58	724.08	5,537.07	262.17	5,013.67	1,193.13
银都酒店	7,688.82	1,256.71	7,256.90	1,134.80	6,846.46	935.44
皇冠假日酒店	5,395.48	-7,617.45	6,233.73	-5,836.79	5,182.30	-5,643.35
新商城宾馆	--	--	4,344.09	-4,808.68	4,884.04	-4,035.66

资料来源: 小商品城

总体上, 该公司酒店经营业务受三公消费限制等政策影响较大, 经营将持续承压。

4. 其他业务

该公司其他业务包括商品贸易、电子商务和征信等, 经营规模不大, 对公司整体盈利状况影响有限。

该公司的商品销售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。2016 年, 公司实现商品销售收入 4.95 亿元; 但代理业务毛利率很低, 同期为 2.37%, 对公司整体利润的贡献很小。

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。

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 2016 年末, 该平台上线商品总数已达到 320 万种, 日访问量达到 350 万 PV。公司电商平台目前仍处于培育期, 对公司短期业绩的影响有限。

(四) 财务质量

安永华明会计师事务所 (特殊普通合伙) 对该公司的 2016 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。公司执行财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》以及其后颁布及修订的具体会计准则、应用指南、解释以及其他相关规定 (统称“企业会计准则”)。

截至 2016 年末, 该公司经审计的合并会计报表口径资产总额为 271.40 亿元, 所有者权益为 105.47 亿元 (其中归属于母公司所有者权益为 101.40 亿元); 2016 年度实现营业收入 70.38 亿元, 实现净利润 10.03 亿元 (其中归属于母公司所有者的净利润 10.60 亿元)。

该公司盈利主要来自营业毛利，盈利能力较强。2016年，公司综合毛利率水平为43.42%，处于较高水平。2016年受益于市场业务毛利率水平的提升，综合毛利率同比有所提升。公司市场经营业务大部分为长期商位出租，租金收入来源有一定保障，毛利水平较为稳定。2016年得益于一区东扩，市场经营业务收入有所增长。随着公司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。但公司酒店业务受市场需求下降影响，盈利能力较弱。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，公司2016年期间费用率降至8.12%，费用控制能力有一定提高；其中，财务费用大幅下降，主要系2016年公司有息债务规模减少从而利息支出有所减少。2016年，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。2016年公司投资净收益为-0.69亿元，主要系参股公司滨江商博和惠商小贷亏损所致。营业外净支出2.59亿元，主要是公司因涉及多起诉讼当年计提了2.77亿元的预计损失（详细内容见诉讼部分）。2016年，公司实现净利润为10.03亿元，总资产报酬率为5.24%，净资产收益率为9.81%。

2016年末该公司负债总额为165.93亿元，资产负债率为61.14%；公司偿还了短期融资券12亿元，负债总额较上年末减少15.84%，资产负债率下降了5.14个百分点。

该公司债务一直以流动负债为主，2016年末公司流动负债为139.43亿元，较上年末减少33.94亿元。公司流动负债以短期刚性债务、应付账款、预收款项和其他应付款为主，2016年末分别为18.24亿元、13.94亿元、90.53亿元和10.94亿元，合计占流动负债的95.85%。公司负债构成与其核心业务相关性高，其中应付账款主要包括房地产项目应付款8.18亿元和市场及配套工程项目应付款4.83亿元；预收款项主要为商位使用费34.16亿元和预收购房款54.91亿元；其他应付款主要为商户的押金及保证金8.20亿元。截至2016年末，公司发行的短期融资券和超短融余额合计4.99亿元，较上年末减少11.99亿元，全部计入其他流动负债核算。公司非流动负债主要为长期借款和应付债券。2016年末，公司长期借款余额为7.60亿元，较年初减少9.57亿元；应付债券余额为14.94亿元，较年初增加9.96亿元，主要为发行的公司债券。2016年末，公司刚性债务为45.78亿元，长短期刚性债务之比为0.97。

该公司市场经营业务采取预收租金的经营方式，房地产开发业务采取预售制，酒店服务业务及其他业务基本为现金结算，主营业务的现金获取能力强。2016年，公司营业收入现金率为71.60%，经营环节现金

流净额为 10.97 亿元。2016 年由于房地产销售及市场招商续租等资金回笼减少，导致经营性现金净流入减少。2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 6.44 亿元，公司固定资产投资规模减少，理财投资亦减少，投资性现金流呈净流入。2016 年筹资环节现金净流量为-19.80 亿元，公司借款规模减少并逐渐偿还债务，筹资性现金流由净流入转为净流出。

该公司每年均有一定的盈利，经营积累逐年增长，2016 年末，公司所有者权益为 105.47 亿元，较上年末增加 6.35 亿元；资产总额为 271.40 亿元，较上年末减少 24.88 亿元。

2016 年末，该公司流动资产为 114.74 亿元，较上年末减少 13.02%。流动资产主要包括存货、其他流动资产和货币资金，规模合计为 106.25 亿元，占流动资产总额的 92.60%。其中，存货 88.90 亿元，较上年末减少 8.19%，存货主要为房地产项目，其中开发成本 44.27 亿元，开发产品 43.75 亿元；其他流动资产 9.03 亿元，较上年末减少 50.05%，主要银行理财产品减少 4.20 亿元，及小微企业融资平台委托贷款减少 5.02 亿元；货币资金 8.33 亿元，较上年末减少 31.77%，其中有 1.81 亿元资金受限。其他应收款 5.99 亿元，主要为对滨江商博财务资助款等，2016 年滨江商博亏损，其他应收款存在回收风险。

2016 年末，该公司非流动资产 156.66 亿元，较上年末减少 4.69%，主要包括可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产，金额合计为 129.83 亿元，占非流动资产的 82.87%。其中，可供出售金融资产和长期股权投资为公司持有的上市公司股权、股权投资基金等，余额分别为 12.16 亿元和 8.91 亿元，同比分别减少 7.31%和 11.90%；长期应收款 2.36 亿元，主要是应收滨江商博和义乌商旅的财务资助款，长期应收款较上年末减少 75.72%，主要系本年收回滨江商博财务资助款 7.78 亿元所致，存在回收风险；固定资产净额 64.46 亿元，主要由房屋建筑物和通用设备构成；在建工程 1.62 亿元，减少 21.78 亿元，主要系外商中心工程、一期市场扩建工程、海城项目工程、江西印象新天地商业城（原江西南昌凤凰印象项目）于本年内竣工交付转出 28.41 亿元，其中转入固定资产 18.77 亿元，转入投资性房地产 9.64 亿元，受此影响，固定资产和投资性房地产年末分别增至 64.46 亿元和 16.46 亿元。无形资产净额为 40.31 亿元，主要为土地使用权。2016 年末，公司投资性房地产 16.46 亿元，增加 10.73 亿元，主要系一期市场扩建工程、外商中心工程以及江西印象新天地商业城（原江西南昌凤凰印象项目）于本年内竣工交付所致；长期待摊费用 4.15 亿元，主要为房屋建筑物装饰；其他非流动资产 1.38 亿元，全部为预付土地出让金。整

体上，公司资产流动性较高，资产质量较好，但存货占比仍然较大，将继续面临一定的去库存压力。

2016 年末，该公司尚未结清的对外担保金额为人民币 37.01 亿元，其中 35.09 亿元系为商品房承购人向银行提供抵押贷款担保，公司历史上未发生过与此类担保有关的损失；0.69 亿元系为参股子公司义乌市惠商小额贷款股份有限公司向义乌农村合作银行申请授信额度提供保证担保。公司担保金额不大，潜在风险较小。

该公司因未决诉讼形成的或有负债金额很大，2016 年末的金额为 2.77 亿元，为公司子公司因承担连带担保责任被提起诉讼。截至 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、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。根据诉讼判决结果以及相关进展情况，2015 年公司对茵梦湖置业计提预计负债 0.23 亿元，2016 年对茵梦湖置业计提预计负债 2.77 亿元，累计计提预计负债 3.00 亿元。公司认为，交易对方康庄公司在公司收购过程中未及时披露欧风置业在被收购前存在多起为他方提供连带担保的情况，致欧风置业因提供连带责任担保而涉及上述多项重大诉讼。2016 年 4 月，公司起诉康庄公司，要求解除《南昌欧风置业有限公司股权转让合同》，返还股权转让款 3.04 亿元及支付相应利息和违约金，目前已开庭，未判决。

根据该公司提供的 2017 年 3 月 17 日人行征信系统《企业信用报告》，最近五年公司不存在信贷违约记录。根据公开市场信息，未发现公司存在违约记录。

该公司与各银行保持了良好的合作关系。截至 2016 年末，公司获得的银行授信额度合计为 82.20 亿元，其中未使用额度 60.30 亿元，财务弹性较大。此外，公司资产受限程度低，可抵押资产充足。

综上所述，跟踪期内，该公司主营的小商品市场经营业务面临较大压力；国内政策对“三公”消费的进一步限制、酒店同业竞争的加剧亦对酒店经营造成压力；房地产项目已进入销售阶段，但仍面临一定去库存压力。该公司负债经营程度适中，债务以预收款项为主，且 2015 年以来偿还部分短期债务后刚性债务规模下降。公司现金流获取能力强，市场经营及酒店业务盈利能力有所弱化，但房地产业务盈利提升，总体

盈利能力仍处于较好水平。公司主营业务良好的现金回笼能力可为债务的偿付提供较强保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）租金下调压力；（2）产业优势减弱对该公司盈利能力的影响；（3）酒店业务疲软压力；（4）公司房地产项目面临去化压力；（5）公司近年涉及大额诉讼，关注未来诉讼支出风险。

附录一：

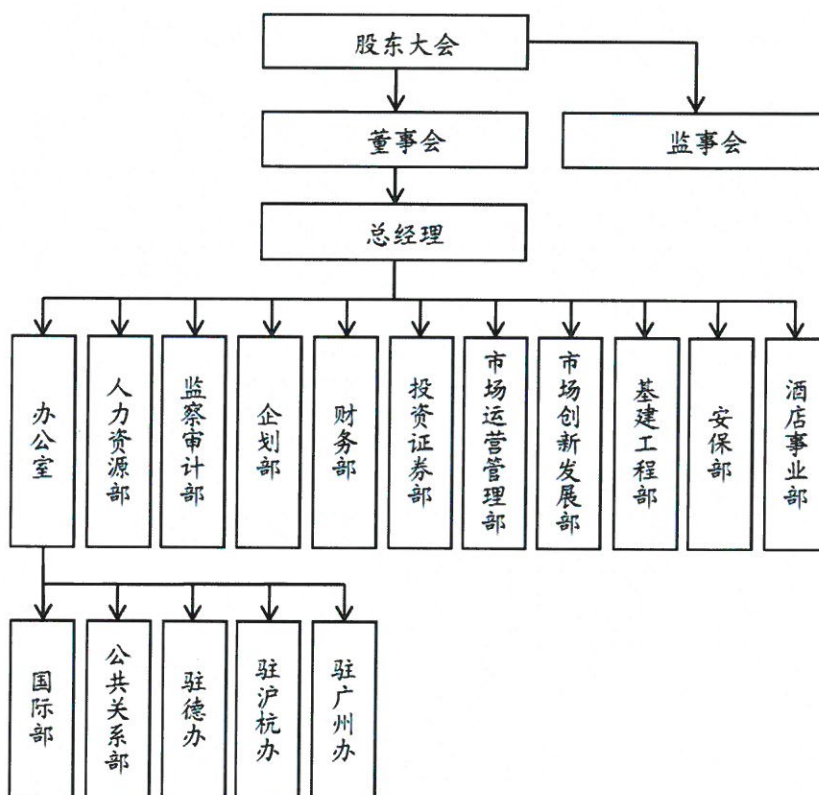
公司与实际控制人关系图



注：根据小商品城提供的资料绘制（截至 2016 年末）

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 2016 年末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2014年	2015年	2016年
资产总额 [亿元]	284.98	296.28	271.40
货币资金 [亿元]	17.17	12.20	8.33
刚性债务[亿元]	104.04	60.71	45.78
所有者权益 [亿元]	92.81	99.11	105.47
营业收入[亿元]	38.43	56.98	70.38
净利润 [亿元]	4.06	6.63	10.03
EBITDA[亿元]	17.32	20.97	22.38
经营性现金净流入量[亿元]	11.32	68.26	10.97
投资性现金净流入量[亿元]	-29.51	-24.55	6.44
资产负债率[%]	67.43	66.55	61.14
长期资本固定化比率[%]	128.95	133.73	118.71
权益资本与刚性债务比率[%]	89.21	163.27	230.38
流动比率[%]	76.87	76.09	82.29
速动比率 [%]	14.06	19.73	17.75
现金比率[%]	10.85	7.05	5.97
利息保障倍数[倍]	2.05	2.89	7.48
有形净值债务率[%]	414.80	373.14	272.02
营运资金与非流动负债比率[%]	-108.57	-174.20	-93.14
担保比率[%]	—	24.93	29.33
应收账款周转速度[次]	46.11	65.07	82.17
存货周转速度[次]	0.21	0.34	0.43
固定资产周转速度[次]	0.68	1.08	1.22
总资产周转速度[次]	0.15	0.20	0.25
毛利率[%]	48.15	40.99	43.42
营业利润率[%]	14.14	17.00	22.90
总资产报酬率[%]	3.86	4.58	5.24
净资产收益率[%]	4.42	6.91	9.81
净资产收益率*[%]	4.67	7.53	10.81
营业收入现金率[%]	111.52	187.90	71.60
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	8.14	41.15	7.02
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	6.62	35.07	6.04
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-13.07	26.35	11.13
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.64	22.45	9.59
EBITDA/利息支出[倍]	3.50	4.55	11.25
EBITDA/刚性债务[倍]	0.20	0.25	0.42

注：依据小商品城经审计的 2014-2016 年财务报表财务数据整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×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%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/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)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初固定资产余额+期末固定资产余额]/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[期初资产总计+期末资产总计]/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%
经营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/[期初负债总额+期末负债总额]/2]×100%
非筹资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+报告期投资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]

一、 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

二、 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

三、 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。