

慈溪市国有资产投资控股有限公司  
及其发行的 12 慈溪国控债与 17 慈溪债  
跟踪评级报告

## 跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2018]100751】

**评级对象:** 慈溪市国有资产投资控股有限公司及其发行的 12 慈溪国控债与 17 慈溪债

	12 慈溪国控债	17 慈溪债
<b>主体/展望/债项/评级时间</b>		
<b>本次跟踪:</b>	AA+/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日
<b>前次跟踪:</b>	AA+/稳定/AAA/2017 年 6 月 20 日	AA+/稳定/AAA/2017 年 6 月 20 日
<b>首次评级:</b>	AA/稳定/AA+/2012 年 5 月 30 日	AA/稳定/AAA/2016 年 12 月 30 日

### 主要财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
<b>金额单位: 人民币亿元</b>				
<b>发行人母公司数据:</b>				
货币资金	0.48	1.05	1.26	10.67
刚性债务	13.99	17.66	33.98	43.98
所有者权益	55.04	60.99	62.32	62.24
经营性现金净流入量	-3.13	-6.85	-16.91	-0.59
<b>发行人合并数据及指标:</b>				
总资产	549.39	654.92	801.84	828.50
总负债	379.82	443.31	552.14	579.60
刚性债务	325.45	364.80	459.21	482.06
所有者权益	169.57	211.60	249.70	248.90
营业收入	11.78	12.46	23.37	4.39
净利润	0.89	0.92	0.87	-1.15
经营性现金净流入量	-27.93	-35.83	-53.51	2.71
EBITDA	6.01	7.25	8.35	-1.14
资产负债率[%]	69.13	67.69	68.86	69.96
长短期债务比[%]	157.32	167.91	215.12	272.62
权益资本与刚性债务比率[%]	52.10	58.01	54.38	51.63
流动比率[%]	236.29	281.51	348.24	407.99
现金比率[%]	37.08	30.63	40.57	55.82
利息保障倍数[倍]	0.21	0.22	0.19	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.37	0.46	0.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02	—
<b>中投保公司数据:</b>				
总资产	104.06	130.47	191.65	—
股东权益	63.86	66.64	100.29	—
担保责任余额	1710.66	1873.82	1263.98	—
担保责任放大倍数[倍]	26.79	28.12	12.60	—
<b>中证信用数据:</b>				
总资产	53.95	63.65	110.91	—
股东权益	42.28	44.36	59.68	—
增信责任余额	27.00	212.19	479.00	—
增信责任放大倍数[倍]	0.64	4.78	8.03	—

注: 发行人数据根据慈溪国控经审计的 2015-2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据分别来自中投保公司和中证信用经审计的 2015-2017 年财务数据整理、计算

### 分析师

周晓庆 zqx@shxsj.com  
 鄂羽佳 wyj@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>

### 跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对慈溪市国有资产投资控股有限公司(简称慈溪国控、发行人、该公司或公司)及其发行的 12 慈溪国控债与 17 慈溪债的跟踪评级反映了 2017 年以来慈溪国控在区域环境、政府支持及财务弹性等方面保持优势,同时也反映了公司在盈利能力、债务负担、项目投融资、资金占用、对外担保及子公司管控等方面继续面临压力。

#### 主要优势:

- **外部环境良好。**跟踪期内,慈溪市主导汽车制造和电气机械及器材制造业实现较快增长,工业发展向好,经济实现快速增长,为慈溪国控的发展提供良好的外部发展环境。
- **政府支持。**跟踪期内,慈溪国控仍是慈溪市重要的基础设施建设及国有资产运营等实施主体,2017 年继续获得项目承接、财政补贴等方面的支持。
- **具有一定财务弹性。**跟踪期内,慈溪国控权益资本进一步增强,财务杠杆可控;债务期限结构仍趋于长期化,较为充裕的可用货币资金和一定可用授信额度可对即期债务偿付提供一定缓冲。
- **担保增信持续有效。**中投保公司和中证信用分别为 12 慈溪国控债和 17 慈溪债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保,上述担保继续有效,可有效提高被担保债券的到期偿付安全性。

#### 主要风险:

- **主业经营亏损面扩大,盈利依赖于政府补助。**跟踪期内,慈溪国控保障房低价销售,扩大了主业亏损,公司主要依赖政府补助实现盈

利。

- 有息债务负担加重。跟踪期内，慈溪国控刚性债务规模继续攀升，有息债务负担较重。
- 项目投资融资压力上升。跟踪期内，慈溪国控承担项目建设业务不断增多，涉及投资规模大、资金回笼周期长，后续投融资压力将进一步上升。
- 对市属单位企业资金回收及担保风险。跟踪期内，慈溪国控应收市属单位及企业的往来款规模逐年上升，对外担保规模也上升，存在资金回收压力及或有风险。
- 对子公司管控压力。慈溪国控下属子公司数量较多，且主要投融资业务由子公司各自负责，对公司管理能力的要求较高。
- 在建围垦项目推进存在不确定性。2017年国家海洋局加大了围填海管理力度，暂停下达地方围填海计划指标，暂停审批和受理全国范围内区域用海规划，慈溪国控在建围垦项目后续推进存在较大难度。

#### ► 未来展望

通过慈溪国控及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构决定维持公司 AA<sup>+</sup> 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



## 慈溪市国有资产投资控股有限公司 及其发行的 12 慈溪国控债与 17 慈溪债

# 跟踪评级报告

### 跟踪评级原因

按照 2012 年及 2017 年慈溪市国有资产投资控股有限公司公司债券（分别简称“12 慈溪国控债”及“17 慈溪债”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据慈溪国控提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对慈溪国控的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分折，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2012 年 9 月 20 日发行了总额为 8 亿元的 12 慈溪国控债，期限为 7 年，票面利率为 6.60%。12 慈溪国控债由中国投资担保有限公司（简称“中投保公司”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。公司将募集资金的 4.20 亿元用于慈溪市陆中湾两侧围涂工程，3.80 亿元用于慈溪市四灶浦拓疏工程。公司募投项目均已完工，募集资金已全部使用。按照 12 慈溪国控债附设的本金提前偿还条款，公司在 12 慈溪国控债存续期的第 3-7 年末起分别偿还本金的 20%，至 2017 年末已提前兑付本金 4.80 亿元。截至 2017 年末，公司待偿还债券本金余额为 3.20 亿元。

该公司于 2017 年 4 月 7 日发行了总额为 9.50 亿元的 17 慈溪债，期限为 7 年，票面利率为 4.90%。17 慈溪债由中证信用增进股份有限公司（简称“中证信用”）提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。公司将募集资金的 5.70 亿元用于慈溪市客运中心站工程项目，3.80 亿元用于补充公司流动资金，已全部使用完毕。根据 17 慈溪债附设的本金提前偿还条款，公司将在 17 慈溪债存续期的第 3-7 年末起分别偿还本金的 20%。

截至 2018 年 3 月末，该公司待偿还债券本金余额为 50.30 亿元，如下表所示。

**图表 1. 公司已发行债券概况**

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况	备注
12 慈溪国控债	慈溪国控	8.00	7 年	6.60	2012 年 9 月	已偿还到期本金 4.80 亿元	在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别偿还债券本金 20%
14 慈建债	慈溪市建设投资集团有限公司	12.00	7 年	6.18	2014 年 8 月	已偿还到期本金 2.40 亿元	在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别偿还债券本金 20%
16 慈溪 01	慈溪国控	5.00	5 年	3.80	2016 年 7 月	未到期	第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权
16 慈商 01	慈溪市商贸集团有限公司	3.00	5 年	4.75	2016 年 12 月	未到期	-

债项名称	发行主体	发行金额 (亿元)	期限 (年)	发行利率 (%)	发行时间	本息兑付情况	备注
17 慈溪债	慈溪国控	9.50	7 年	4.90	2017 年 4 月	未到期	在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末分别偿还债券本金 20%
17 慈溪 01	慈溪国控	10.00	5 年	5.38	2017 年 7 月	未到期	第 3 年末发行人调整票面利率选择权、投资者回售选择权、利率条款
18 慈溪国投 MTN001	慈溪国控	10.00	5 年	5.80	2018 年 3 月	未到期	第 3 年末发行人利率调整选择权和投资者回售选择权

资料来源：慈溪国控

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观环境

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018 年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，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。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018 年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的

态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，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。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

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。2018 年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。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和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 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因素的冲击性风险。

## (2) 行业环境

**城市基础设施是我国新型城镇化的物质基础，未来建设需求持续存在。**43 号文以来，地方政府债务管理持续推进，城投企业的政府融资职能剥离，但作为城市基础设施投资建设的主要参与者，其重要性中短期内仍将继续保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。2017 年以来，各部委监管政策频出，城投企业融资环境趋紧，加之近两年债务集中到期规模大，部分企业将面临集中偿付压力。

城市基础设施的建设和完善是推动城镇化进程的重要驱动力，是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进地区经济发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能等有着

积极的作用。近年，全国各地城市基础设施建设资金来源和渠道日益丰富，建设规模不断扩大，建设水平迅速提高，城市基础设施不断完善。2017 年我国基础设施投资完成 14.00 万亿元，增长 19.0%，占全国固定资产投资（不含农户）的比重为 22.2%；资本形成总额对国内生产总值增长的贡献率为 32.1%。

2017 年 5 月住房城乡建设部及国家发展改革委发布的《全国城市市政基础设施建设“十三五”规划》（简称“《规划》”）对交通系统、综合管廊、水系统、能源系统、环卫系统、绿地系统和智慧城市等方面的发展指标提出了明确的规划要求，其中城市路网加密缓堵、城市轨道交通、城市综合管廊、城市供水安全保障、城市黑臭水体治理、海绵城市建设、排水防涝设施建设、燃气供热设施建设、城市垃圾收运处理、园林绿地增量提质、城市生态修复和市政设施智慧建设是重点工程。《规划》同时明确了城市人民政府是市政基础设施建设的责任主体，各级政府需确保必要投入，强化地方政府对城市市政基础设施建设的资金保障；充分发挥中央财政资金向中西部等市政基础设施总量严重不足地区倾斜的引导作用；大力推广政府和社会资本合作（PPP），推动该领域的供给侧结构性改革、拓宽市政基础设施投融资渠道，形成政府投资和社会资本的有效合力；推进价格机制改革，统筹运用税收、费价政策，按照补偿成本、合理收益、公平负担的原则，清晰界定政府、企业和用户的权利义务，建立健全公用事业和公益性服务财政投入与价格调整相协调机制。2017 年末，我国城镇化率为 58.52%，与国外发达国家的 70%-80% 相比仍有较大发展空间，在未来一段时间内，城市基础设施建设仍是我国新型城镇化进程中的持续任务，而该领域的建设及融资模式正逐步规范及合理创新。

城投企业业务范围广泛，包括市政道路、桥梁、轨道交通、铁路、水利工程、城市管网等基础设施项目投资建设，以及土地开发整理、公用事业、保障房项目建设等多个领域。在我国基础设施建设的快速推进过程中，城投企业初期作为地方政府投融资平台在城市建设中发挥着重要作用，但债务规模也不断增大，风险有所积聚。为规范政府举债行为，监管部门出台了一系列政策。2014 年 9 月，国务院发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。10 月，财政部印发《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预[2014]351 号），对地方政府性债务进行清理和甄别。2015 年，新预算法实施，地方政府开始通过以发行地方政府债券的方式新增政府债务及对存量政府债务进行置换。2016 年，国务院、财政部等部委陆续出台多项政策，从国资国企改革、债务发行管理和业务发展方向等方面引导城投企业进行转型发展，进一步规范细化地方政府债务管理。

2017 年以来，行业监管力度进一步加大。4 月，财政部等六部委联合发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50 号），加强融资平台公司融资管理，强调地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得承诺将储备土地预期出让收入作为其偿债资金来源，不得利用政府性资源干预金融机构正常经营行为，同时要求建立跨部门联合监测和防控机制，对地方政府及其所属部门、融资平台公司、金融机构、中介机构、法律服务机构等的违法违规行为加强跨部门联合惩戒。5 月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87 号），严格规范政府购买服务预算管理，明确列示政府购买服务负面清单。6

月，财政部联合相关部门开始试点发展包括地方政府土地储备、收费公路等项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券，进一步健全规范地方政府举债融资机制。

2018年2月，国家发展改革委和财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号），对申报企业债券的企业公益性资产及储备土地使用权进行了严格禁止，进一步强调城投企业不承担政府融资职能。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），明确要求国有金融企业除购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国有企事业单位等间接渠道为地方政府及其部门提供任何形式的融资，不得违规新增地方政府融资平台公司贷款；不得要求地方政府违法违规提供担保或承担偿债责任；不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或政府和社会资本合作（PPP）项目资本金。

整体来看，自43号文发布以来，国家对于地方政府债务的管理日趋规范、细化和严格，城投企业的政府融资职能剥离，短期看会加大城投企业的融资难度，但长期来看则有利于行业的规范发展。城投企业作为城市基础设施投资建设的主要参与者，中短期内重要性仍将保持，且随着政府预算管理等制度的逐步完善，城投企业的业务开展模式将渐趋规范，市场化转型的进度也将不断推进。但与此同时，近两年城投企业债务集中到期规模大，融资环境的收紧将使部分企业面临集中偿付压力。

### （3）区域经济环境

**2017年，慈溪市主导汽车制造和电气机械及器材制造业实现较快增速，工业发展向好，经济实现快速增长；同年，在大规模拆迁以及去库存政策下，慈溪市房地产市场表现良好，同时也带动土地交易量价齐升。**

2017年，慈溪市工业发展向好，经济增速有所加快，当年实现地区生产总值1487.75亿元，按可比价格计算，增长10.2%。其中，第一产业实现增加值53.24亿元，增长2.7%；第二产业实现增加值911.58亿元，增长10.8%；第三产业实现增加值522.93亿元，增长9.9%。第一、二、三产业之比为3.6:61.3:35.1。三次产业分别拉动经济增长0.1、6.6和3.5个百分点。按户籍人口计算，全市人均地区生产总值为132923元（按年平均汇率折算为19687美元），增长9.9%。

慈溪市以汽车制造业和电气机械及器材制造业为支柱产业，随着宁波杭州湾新区的产业集聚水平的不断推进，产业发展呈现良好趋势。2017年全市规模以上工业总产值2820.73亿元，比上年增长20.3%；全市规模以上工业实现销售产值2745.76亿元，增长20.6%，其中出口交货值543.69亿元，增长10.6%；全市规模以上工业企业实现利润总额403.54亿元，增长59.3%，利润总额279.20亿元，增长74.0%。全市规模以上工业分行业看，汽车制造业实现增加值213.70亿元，增长27.7%；电气机械及器材制造业实现增加值150.97亿元，增长14.2%。

2018年一季度，该公司实现地区生产总值375亿元，可比价格计算增速9.9%，同期第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为6.50亿元、231.65亿元和136.85亿元，增速分别为2.3%、11.1%和8.3%。



**图表 2. 2015-2017 年及 2018 年一季度慈溪市主要经济指标及增速 (单位: %)**

	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值 (亿元)	1154.57	7.5	1209.42	6.5	1487.75	10.2	375.00	9.9
全社会固定资产投资 (亿元)	718.96	13.0	807.78	12.4	839.53	5.1	43.09	-44.7
规模以上工业总产值 (亿元)	2092.47	6.1	2321.64	8.8	2820.73	20.3	692.48	15.8
社会消费品零售总额 (亿元)	477.46	12.2	518.88	8.7	583.23	12.4	135.59	9.3
城镇居民人均可支配收入 (元)	47182	8.4	50828	7.7	54894	8.0	--	--
农民人均纯收入 (元)	27295	9.0	29547	8.2	32088	8.6	--	--

资料来源: 2015-2017 年慈溪市国民经济和社会发展统计公报和慈溪市政府网站

固定资产投资方面, 2017 年全市完成固定资产投资 839.53 亿元, 比上年增长 5.1%, 投资额连续六年居宁波各县 (市、区) 首位, 其中市级完成固定资产投资 443.33 亿元, 增长 7.4%。分产业看, 第一产业完成投资 0.19 亿元, 下降 95.9%; 第二产业完成投资 323.97 亿元, 增长 0.6%; 第三产业完成投资 515.37 亿元, 增长 9.2%, 第三产业系慈溪市固定资产投资的主要投向。分领域看, 全市完成基础设施投资 261.52 亿元, 增长 30.5%; 完成工业投资 323.96 亿元, 增长 0.7%; 完成房地产开发投资 142.84 亿元, 增长 20.9%。

在地区进行大规模拆迁以及去库存政策下, 2017 年慈溪市商品房销售市场持续回暖, 实现商品房销售面积 263.78 万平方米, 增长 48.8%, 其中市级实现商品房销售面积 102.37 万平方米, 下降 14.3%。在房地产市场带动下, 2017 年慈溪市商住用地需求较旺, 出让均价大幅提高, 增速达到 138.03%; 带动土地出让总价增长 116.89%。

**图表 3. 2015-2017 年慈溪市土地市场交易情况**

	2015 年	2016 年	2017 年
土地出让总面积 (亩)	1508.48	2633.92	3801.83
其中: 工业用地出让面积 (亩)	1191.11	1569.72	2632.39
商住用地出让面积 (亩)	312.05	909.67	1146.68
土地出让总价 (万元)	75036.90	299377.50	649332.50
其中: 工业用地出让总价 (万元)	44434.90	59515.29	85173.91
商住用地出让总价 (万元)	30176	236475.21	562885.00
土地出让均价 (万元/亩)	49.74	113.66	170.79
其中: 工业用地出让单价 (万元/亩)	37.31	37.91	32.36
商住用地出让单价 (万元/亩)	96.70	259.96	490.88

资料来源: 慈溪国控

## 2. 业务运营

跟踪期内, 该公司仍是慈溪市重要的基础设施建设及国有资产运营等实施主体, 业务具有区域专营性, 且较为分散。2017 年因保障房低价销售, 公司整体营收规模大幅上升, 但经营亏损幅度也明显扩大, 加之存在公益性业务, 公司主要依赖政府补助弥补亏损。未来公司仍有较大规模的项目投资需求, 投融资压力将进一步上升。

跟踪期内，该公司业务涉及城市基础设施建设、公用事业及国有资产运营等业务。公司主要业务均由下属各子公司负责，本部则主要负责对子公司进行管控和业绩考核。跟踪期内，由于梅林保障房启动销售，在慈溪市大规模征迁安置的情况下，2017 年销售规模大幅增加，当年结转房地产销售收入 11.11 亿元，拉动整体收入规模较上年增长 87.58% 至 23.37 亿元；但因该项目结算进度晚于预期、项目资本化利息成本较高以及增加了预算外的配套工程，项目成本偏高，同时公司根据政府指导意见将梅林保障房销售单价设定在成本价以下，以加快去化存量房，公司保障房开发板块亏损较大，2017 年该业务毛利率为-17.52%，毛利为-1.95 亿元，业务亏损加剧，同年整体业务亏损 2.60 亿元，综合毛利率为-11.12%。此外，公司其他主要收入来源的污水处理、运输、粮食销售等业务具有一定公益性，处于经营亏损状态，主要依靠政府补助弥补亏损。

2018 年一季度，该公司经营收入仍主要来自保障房销售和自来水销售等，当期收入合计为 4.39 亿元，略高于上年同期，但多项业务收不抵支，仍处于亏损状况。

**图表 4. 2015 年以来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）**

业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房产销售	0.30	2.55	0.35	2.80	11.11	47.54	2.42	55.18
围垦地块拍卖	1.00	8.49	1.00	8.03	0.50	2.14	--	--
运输	2.11	17.92	1.83	14.70	1.91	8.19	0.26	6.00
工程建设	2.11	17.91	2.34	18.78	1.44	6.15	--	--
粮食销售	1.10	9.35	1.17	9.36	1.56	6.66	0.33	7.62
污水处理	0.56	4.78	0.57	4.54	0.68	2.92	0.15	3.43
自来水销售	2.76	23.46	2.88	23.14	3.33	14.24	0.80	18.21
其他	1.83	15.54	2.32	18.65	2.84	12.16	0.42	9.56
<b>营业收入</b>	<b>11.78</b>	<b>100.00</b>	<b>12.46</b>	<b>100.00</b>	<b>23.37</b>	<b>100.00</b>	<b>4.39</b>	<b>100.00</b>
业务类型	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年第一季度	
	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
房产销售	-0.003	-1.16	0.1	29.82	-1.95	-17.52	-0.02	-0.67
围垦地块拍卖	0.73	72.97	0.73	72.97	0.36	72.97	--	--
运输	-1.47	-69.58	-1.71	-93.53	-1.93	-100.95	-0.42	-158.73
工程建设	0.06	2.91	0.07	2.93	0.06	4.49	--	--
粮食销售	-0.09	-8.62	-0.13	-11.1	-0.14	-8.76	0.00	-0.02
污水处理	-1.59	-282.04	-1.38	-243.8	-0.91	-133.79	-0.45	-298.03
自来水销售	1.14	41.13	0.83	28.64	1.22	36.66	0.14	17.37
其他	0.84	46.12	0.65	28.18	0.68	23.90	0.12	27.65
<b>合计/综合</b>	<b>-0.38</b>	<b>-3.26</b>	<b>-0.84</b>	<b>-6.74</b>	<b>-2.60</b>	<b>-11.12</b>	<b>-0.63</b>	<b>-14.33</b>

资料来源：慈溪国控

### （1）工程建设业务

该公司承担政府性项目建设任务主要由下属子公司负责。基建项目的主要运作模式为：公司主要负责基建项目建设阶段的投融资和建成后的运营管理等，项目建成后由市政府安排结算，但实际操作中公司有部分基建项目未与政府签订相关协议，未来项目结算方式及财政拨款的规模以及进度不确定性较大。对于自身能产生收益的项目，公司主要以市场化经营的方式来收回项目投入。

该公司基础设施建设项目主要包括综合区块改造、道路建设等。随着重点项目建设的推进，公司项目投入规模较大，截至 2017 年末主要在建工程项目计划总投资合计 336.09 亿元，累计已投资 294.07 亿元，其中 2017 年投资 86.66 亿元。当年政府回购了伏龙湖景观改造工程项目，公司确认收入 1.44 亿元，已回笼 0.58 亿元。

该公司主要在建项目中，农贸城和轻纺城预计将以自营形式收回投资，文化商务区开发工程中也有少量项目为自营形式，站场建设工程和商贸城则已经开始运营。目前界牌旧村综合改造工程项目和三北大街西延综合改造工程已有明显超支额，主要系上述两个项目在建设过程中均有新增计划外项目，后续均需对区块内的棚户区改造继续投资；文化商务区开发工程超支主要系 2016 年购置了一块未含在投资计划内的土地。公司后续投资规模较大的项目为新城河一期棚户区综合改造工程（简称“新城河一期”），该项目拆迁总建筑面积 46.91 万平方米，改造户数 2071 户，计划总投资额为 67.66 亿元，其中项目资本金为 17.56 亿元，同时国家开发银行提供 32 亿元贷款资金支持，余下通过其他银行融资，截至 2017 年末累计已投资 38.86 亿元。新城河一期的安置房分别在 A、B 两个地块建设，其中 B 地块安置房已建成，A 地块安置房拟作为 PPP 项目，金额为 12 亿元。考虑到公司未来基建项目仍有持续的资金投入需求，且基建项目的资金回笼周期较长，公司未来仍将持续面临较大的资金压力。

**图表 5. 截至 2017 年末公司主要在建基础设施项目情况（单位：亿元）<sup>1</sup>**

项目运作主体	项目名称	计划总投资	已完成投资
建设集团	北二环东延综合改造工程	33.61	29.01
	三北大街西延综合改造工程	24.43	27.82
	界牌旧村综合改造工程	26.64	43.76
	城区东南骨干道路建设工程	17.67	14.34
	青少年宫北路北延工程	13.24	6.77
	新潮塘板块综合改造工程	25.30	24.53
交通集团	站场建设工程	8.32	6.10
城南建设	城南综合改造一期拆迁工程	11.38	14.95
	城南综合改造二期拆迁工程	20.62	14.72
	南部新城规划一路工程	1.03	0.15
商务区公司	文化商务区开发工程	40.50	50.89
商贸集团	农贸城	15.89	12.01
	轻纺城	21.14	6.06
其他子公司	五磊山景区建设项目	8.66	4.10
	新城河一期棚户区综合改造工程	67.66	38.86
<b>合计</b>	--	<b>336.09</b>	<b>294.07</b>

资料来源：慈溪国控

<sup>1</sup> 截至 2017 年末，三北大街西延综合改造工程、城区东南骨干道路建设工程、新潮塘板块综合改造工程、文化商务区开发工程等项目已投资额较 2017 年 9 月末减少，主要原因是 2017 年 9 月提供的数据未经审计，年底审计对资本化利息进行了调整，其中部分项目差额较大，主要原因为项目工期长，资本化利息调整数为历年累计数。

## (2) 经营性业务

该公司经营性业务包括保障房开发、围垦造地、交通运输、粮食销售以及自来水供应等。

在保障房销售方面，2017 年该公司保障房销售收入为 11.11 亿元，主要来源于梅林项目、星光家园二期项目、界牌项目，结转销售面积 18.28 万平方米；2018 年一季度房产销售收入主要来源于梅林项目、界牌项目、新潮塘项目，结转销售面积 3.35 万平方米。2017 年梅林保障性住房工程实现大规模销售，但按照政府指导的保障房价格低于成本，使得公司保障房开发板块亏损较大。

目前，该公司在建保障房项目主要为新塘潮保障房、坎东保障房项目和梅林保障性住房工程，计划总投资为 19.66 亿元，已投入 25.14 亿元。其中梅林保障房由中冶集团代建，建成后由建设集团回购，截至 2017 年末建设集团已支付 17.42 亿元，超过预计总投资额主要系梅林保障房建设了项目预算外的配套工程和项目结算进度较慢、资本化利息成本较高，后续仍需支付少量尾款。此外，基础设施建设项目中的北二环东延综合改造工程、三北大街西延综合改造工程、界牌旧村综合改造工程和新潮塘板块综合改造工程等均包括有保障房建设的部分。截至 2017 年末公司剩余可售房源面积合计 14.91 万平方米，其中梅林保障房待售面积为 9.70 万平方米。公司暂计划自留约 1000 套房作为人才公寓、廉租房等运营。目前梅林保障房已实现大部分销售，项目亏损已释放部分，仍需关注后续余量销售对公司财务状况造成的影响。

**图表 6. 截至 2017 年末公司主要在建保障房项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已完成投资
新塘潮保障房一期工程	5.55	4.11
坎东保障房	4.42	3.61
梅林保障性住房工程	10.00	17.42
<b>合计</b>	<b>19.66<sup>2</sup></b>	<b>25.14</b>

资料来源：慈溪国控

该公司围垦造地业务主要由子公司慈溪市海涂综合开发有限公司（简称“海涂公司”）负责运营。海涂公司的经营模式为根据市政府规划开发海涂（围涂造地），围涂地部分由政府购买后对外转让，部分由公司留作自有资产。2012 年政府回购了公司陆中湾围涂工程的围涂土地 5.85 万亩，结算额为 16.25 亿元，土地回购款为分期结算，截至 2017 年末公司已累计确认收入 14.50 亿元，累计确认毛利 9.91 亿元，目前尚有 1.45 亿元的回购款尚未到账。除转为自用土地的 0.27 万亩以及郑徐水库 1 万亩外，公司现有已完工围涂土地已全部回购。

目前，该公司主要在建水云浦和镇龙浦两个项目，预计总投资 36.30 亿元，总围涂面积为 7.86 万亩，截至 2017 年末已累计投资 5.59 亿元，其中 2017 年投资额为 1.59 亿元，主要仍是前期费用及周边道路建设。近年来我国持续加强围填海管控措施，2016 年 12 月中央全面深化改革领导小组审议通过《围填海管控办法》，指出国家将严格控制围填海总量；2017 年国家海洋局多措并举，加大了围填海管理力度，暂停下达地方围

<sup>2</sup>数据与各明细的合计数存在差异，系四舍五入引起。

填海计划指标，暂停审批和受理全国范围内区域用海规划。公司在建项目后续推进存在较大难度。

**图表 7. 截至 2017 年末公司主要在建围垦项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	累计投资	其中：2017 年投资额	总围涂面积 (万亩)
水云浦	10.30	1.23	--	2.94
镇龙浦	26.00	4.36	1.59	4.92
<b>合计</b>	<b>36.30</b>	<b>5.59</b>	<b>1.59</b>	<b>7.86</b>

资料来源：慈溪国控

该公司运输业务主要由下属子公司慈溪市城乡公共交通发展有限公司（简称“城乡公交”）负责运营，该项业务长期处于亏损状态，对财政补贴的依赖度较高。2017 年公司运输业务收入为 1.91 亿元，同比增长 4.58%；经营亏损，主要依靠政府补助扭亏为盈，当年毛利润为-1.93 亿元，收到交通运营补亏资金 3.60 亿元。

该公司的全资子公司慈溪市水务集团有限公司（简称“水务集团”）主营自来水制造和供应、污水处理以及水务工程等业务，可为公司贡献较为稳定的营业收入和现金流。2017 年，水务集团供水能力、供水管道规模均未有变动，当年完成自来水供应量 7910 万吨、售水量 7119 万吨、污水处理量 6299 万吨。同年，污水处理和自来水销售收入分别为 0.68 亿元和 3.33 亿元，毛利分别为-0.91 亿元和 1.22 亿元，得益于当年售水量提升，自来水销售收入规模扩大，其盈利部分完全弥补了污水处理的亏损。

该公司粮食销售业务由子公司慈溪市粮食收储有限公司负责。2017 年公司粮食销售收入为 1.56 亿元，较上年增长 33.04%，其中，当年储备粮轮换数量 3.74 万吨，较上年增加 1.10 万吨；储备粮轮换销售金额为 1.15 亿元，较上年增加 0.32 亿元。当年粮食收储业务毛利亏损 0.14 亿元，获得粮食收储补助 0.50 亿元。

此外，该公司其他业务收入还包括出租收入、测试费收入、供热收入、商品销售收入、工程结算收入等，业务规模保持扩大，2017 年合计为 2.84 亿元，较上年增长 22.44%。

## 管理

**跟踪期内，该公司产权结构、治理结构、管理制度等方面均无重大变动。**

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，治理架构和内部管理等方面无重大变动。公司股东仍为慈溪市国有资产管理办公室<sup>3</sup>（简称“慈溪市国资办”）。

根据该公司提供的本部 2018 年 4 月 26 日《企业信用报告》，公司本部信用记录正常，无违约情况发生。

诉讼方面，该公司孙公司慈溪市农副产品批发市场有限公司（简称“农副产品公司”）以自有地产为慈溪市工业品批发市场经营服务有限公司（简称“工业品公司”）的中国建设银行慈溪支行借款进行抵押担保，期限至 2015 年 6 月。2015 年 12 月 17 日，债务人

<sup>3</sup> 原名为“慈溪市国有资产管理局”，根据国家企业信用信息公示系统的公示信息，2017 年 12 月公司控股股东已更为现名。

工业品公司尚有本金 16450 万元、利息 579.69 万元未偿清。根据浙江省宁波市中级人民法院判决，债权人有权对农副产品公司的抵押物进行处置。但因债务人已进入破产程序，农副产品公司作为抵押房地产目前难以处置，且申请执行人同意终结本次执行程序。

根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公示平台信息查询结果，该公司本部及其核心子公司未存在异常情况。

## 财务

跟踪期内，随着基础设施建设的持续投入和合并范围的扩大，该公司负债规模快速增长。得益于政府债券置换资金、资金注入等，公司权益资本实力增强，财务杠杆水平上升但幅度可控。公司大量资金沉淀于项目投入及与其他市属单位企业的往来款，实质流动性不佳。但公司债务期限结构进一步长期化，较为充裕的货币资金也可对即期债务偿付提供一定缓冲。公司主业经营持续亏损，加之期间费用高企，依赖政府补助实现扭亏为盈。

### 1. 公司财务质量

华普天健会计师事务所对该公司的 2017 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（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。根据 2017 年发布的《企业会计准则第 16 号-政府补助》，公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日至该准则施行日之间新增的政府补助根据该准则进行调整；《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组及终止经营》规定对于该准则施行日 2017 年 5 月 28 日存在的持有待售的非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适用法处理；《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》新增利润表项目“资产处置收益”，同时对“营业外收入”和“营业外支出”项目核算内容进行了修改，公司 2017 年度及以后期间的财务报表按该规定编制。上述会计政策变更涉及调整如下：对公司 2016 年财务报表影响金额 75.43 万元；对 2017 年财务报表影响：本期处置固定资产净损失 399.92 万元。2017 年，公司收到与企业日常活动相关的政府补助，因此计入其他收益的政府补助 10.54 亿元。

2017 年，该公司合并范围内子公司增加至 72 家，当年新并入子公司 10 家，其中公司 2017 年取消持有慈溪市慈东工业有限公司 100% 股权的托管，慈溪市慈东工业有限公司以及下属子公司慈溪市慈东工业区海滨农贸市场经营服务有限公司、慈溪市慈东自来水有限公司和慈溪市慈东城镇建设投资开发有限公司纳入合并范围；根据慈溪市铁路管理处国有产权无偿划转协议，慈溪市发展和改革局将其持有的慈溪市铁路管理处有限公司 100% 股权无偿划入本公司下属子公司慈溪市交通集团有限公司；公司及下属子公司分别出资设立宁波环创资产管理有限公司、慈溪市高创投资管理有限公司、慈溪小家电智造小镇建设投资有限公司、慈溪市沧海慈湖农业发展有限公司；2017 年 12 月公司购买慈溪市煤气有限公司 60% 的股权，股权取得成本为 1.08 亿元。当年处置一家子公司，系子公司慈溪市建设投资集团有限公司以其持有的慈溪甬慈燃气有限公司 100% 股权向慈溪华润燃气有限公司增资，视作处置子公司。

2017年，该公司并表企业中慈溪市慈东工业有限公司和慈溪市慈东城镇建设投资开发有限公司主要从事浙江慈溪滨海经济开发区的基建职能，形成了一定的资产体量，上述两家的并入将在一定程度上增大公司资产负债规模以及扩张业务范围。2017年末，慈溪市慈东工业有限公司资产总额为33.22亿元，所有者权益为22.46亿元；当年实现营业收入1.74亿元，净利润0.63亿元。同期末，慈溪市慈东城镇建设投资开发有限公司资产总额为14.12亿元，负债规模为13.18亿元；当年未有营业收入，净亏损593.62万元。

## 2. 公司偿债能力

### (1) 债务分析

跟踪期内，随着政府债务置换资金拨入、资产划转和财政拨款等，该公司资本实力持续增强，2017年末所有者权益较上年末增长18.01%至249.70亿元，其中主要增量为资本公积和少数股东权益。上述两项2017年末余额分别为222.13亿元和3.90亿元，前者较上年末增加34.82亿元，主要系政府债务置换资金划入24亿元、少数股东增资5.60亿元、剩余主要是补助资金及资产注入等，同年减少1.11亿元主要系根据滨海经济开发区管委会文件，收回土地使用权，核减资本公积所致；后者因控股企业并表，少数股东权益增加所致。2018年3月末，公司所有者权益略降至248.90亿元，主要系并表控股子公司业绩变化，导致少数股东权益下降所致。

跟踪期内，该公司维持较大规模的基础设施建设投资力度，仍有一定资金缺口，公司主要依靠银行借款、发行债券等方式加以补足，债务规模大幅增长。2017年末，公司总负债规模达552.14亿元，同比增长24.55%；年末公司资产负债率为68.86%，较上年末上升1.10个百分点。

负债期限结构方面，该公司的长短期债务比由2016年末的167.91%调整至2017年末的215.12%，债务期限结构有所优化。从负债构成来看，公司负债主要为刚性债务和其他应付款。公司负债规模的扩张主要为刚性债务的增长，年末刚性债务余额为459.21亿元，占负债总额的比例为80.52%。公司其他应付款主要为与慈溪市市属企业单位的往来款，2017年末为64.93亿元，占负债总额的29.90%，较上年末有明显增长主要系安置房项目持续推进，且规模持续扩大所致，同年末应付宁波市保障性住房建设投资有限公司的款项35.40亿元；除此之外还有应付慈溪市拆迁办公室4.30亿元、宁波大学科技学院4.20亿元等。

该公司刚性债务以中长期为主，2017年末占比为79.31%。从借款渠道来看，银行借款居于主导地位，2017年末银行借款总额为403.18亿元（不含国开行的5.27亿元，下同），占负债总额的73.02%。从借款主体来看，银行借款主要分布在各子公司。公司主要通过项目实施子公司以保证方式借入款项，担保方主要为公司本部、合并范围内的其他子公司如慈溪市交通集团有限公司和慈溪市建设投资集团有限公司等，2017年末保证借款余额为291.32亿元，占银行借款的比重为72.26%。公司其余借款主要通过抵押、质押、保证结合的方式借入，抵押物主要包括公司自有土地和房产，质押物则以政府购买服务合同应收账款、收益权等为主。除此之外，公司还通过发行债券和融资租赁模式筹措资金。2017年末，公司存续债券余额39.85亿元，增量主要系2017年新发的17慈溪01债和17慈溪债，合计为19.50亿元，2018-2020年每年均需偿还本金4.00亿

元。融资租赁方面，2017 年末公司一年内到期的融资租赁款（入账一年内到期的非流动负债）为 0.01 亿元，中长期融资租赁款（入账其他应付款）6.63 亿元。此外，2017 年末公司获得的地方政府债券资金为 2.70 亿元（入账长期应付款），期限为 3-10 年不等。

**图表 8. 截至 2017 年末公司银行借款明细<sup>4</sup>（单位：亿元）**

项目名称	借款余额				占比
	短期借款	一年内到期的借款	长期借款	合计	
质押借款	-	0.60	14.40	15.50	3.72%
抵押借款	1.46	7.95	7.21	16.62	4.12%
保证借款	22.05	49.81	219.46	291.32	72.26%
信用借款	2.34	1.50	-	3.84	0.95%
抵押及保证借款	-	2.12	23.87	25.99	6.45%
质押及保证借款	-	1.62	48.78	50.40	12.50%
<b>合计</b>	<b>25.85</b>	<b>63.60</b>	<b>313.72</b>	<b>403.18</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：慈溪国控

注：合计数与加总后数据不一致系因小数点差异所致

2018 年以来，该公司新借入较大规模的长期银行借款以偿还到期借款和弥补投资缺口，同时发行了 10 亿元的中期票据，2018 年 3 月末公司刚性债务总额已上升至 482.06 亿元，有息债务负担继续加重。其中短期刚性债务下降为 70.84 亿元，中长期刚性债务则上升至 411.22 亿元，期末中长期刚性债务占比提升至 85.31%，刚性债务期限结构进一步优化。

或有负债方面，截至 2017 年末，该公司对外担保余额为 20.72 亿元，较上年末增长 65.34%；当年末担保比率为 8.30%。公司主要担保对象为市内机关单位及下属的政府城建投资企业，包括慈溪市卫生投资发展有限公司、市观海卫镇城建投资开发有限公司、慈溪市周巷城镇建设投资公司、慈溪市新浦城建建设发展有限公司和胜山镇资产经营有限公司。目前公司已形成较大规模的对外担保，存在一定或有负债风险。

## （2）现金流分析

2017 年，该公司销售商品、提供劳务收到的现金为 22.67 亿元，随着业务收入上升，收现规模扩大而增加；同时当期公司在资金往来中为净流入方。但受当期拆迁和安置房的投入较大影响，公司购买商品、接受劳务支付的现金达 77.78 亿元，2017 年经营活动现金净流出 53.51 亿元，净流出额同比增长 49.33%。当年公司基础设施建设项目投入仍很大，投资活动现金净流出 23.98 亿元。公司资金缺口很大，主要通过增资、银行借款、发行债券等方式来筹集资金，2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额达 97.87 亿元。

2018 年一季度，该公司项目建设投入继续推进，非筹资环节现金仍呈现净流出，为-0.44 亿元；当期公司保持较大的外部融资力度，实现筹资性现金净流入 16.19 亿元，可完全弥补资金缺口。

<sup>4</sup> 统计口径中未包括国开行的 5.27 亿元借款。



### (3) 资产质量分析

随着业务的持续开展，公司资产规模持续扩大，2017年末达801.84亿元，较上年末增长22.43%。其中，年末流动资产为610.17亿元，较上年末增长30.99%，占公司资产总额的比重达76.10%，较上年末增加4.97个百分点。公司流动资产主要由存货、其他应收款、货币资金和预付款项构成，年末占流动资产的比重分别为55.44%、28.97%、11.65%和3.33%。其中，存货338.30亿元，主要由计入开发产品的已完工安置小区、道路和计入开发成本的未完工安置房、保障房和拆迁成本等构成，年末占存货的比重分别为36.21%和62.86%；较上年末增长43.75%主要系新增项目投入以及合并新增项目所致。其他应收款176.77亿元，同比增长11.93%，其中部分因项目建设而产生，部分为根据财政局的资金调度要求拆借给其他基础设施建设主体的资金，目前已形成较大规模，年末主要欠款单位包括慈溪市财政投资经营总公司、慈溪市交通运输局、慈溪市财政局、慈溪市商品市场物流园区管委会、慈溪市文化商务区指挥部等，期末余额分别为34.10亿元、23.96亿元、19.22亿元、17.20亿元和17.81亿元。预付款项20.29亿元，主要系公司预付的拆迁安置款和工程款等。

非流动资产方面，2017年末该公司非流动资产总额为191.67亿元，较上年末基本持平，主要以在建工程为主。同年末，公司在建工程为109.71亿元，占非流动资产的比重为57.24%，虽然当年公司持续对在建工程项目进行投入，但由于慈溪农贸市场完工用于出租，转到投资性房地产；新城河建设项目转入存货科目核算等影响，期末在建工程较上年末未有增加。此外，公司投资性房地产和无形资产期末余额分别增至23.52亿元和16.72亿元，增量分别为农贸市场项目完工后转入和子公司杭州湾现代农业公司本年根据准则将在建工程中的土地资产单独核算，同时本年公司收购了铁路管理处和煤气公司，相关资产增加所致。公司长期股权投资年末为3.05亿元，较上年减少约20亿元，主要系慈溪市慈东工业发展有限公司并表所致。

2018年3月末，该公司资产规模增长3.32%至828.50亿元，其中货币资金由于余额达86.83亿元，因公司当期融入大量资金尚未投入使用而较上年末增长22.16%。随着公司持续对项目进行投入，期末存货和在建工程分别为347.39亿元和112.29亿元，分别较上年末增加9.09亿元和2.58亿元，合计占总资产的比重达55.48%。其他资产科目规模未有较大变动。

### (4) 流动性/短期因素

跟踪期内，该公司流动资产在总资产中占比较高，且负债期限结构更加趋于长期，账面流动性指标有所提升，2017年及2018年3月末，公司流动比率分别为348.24%和407.99%；现金比率分别为40.57%和55.82%。但公司流动资产形成于项目成本及与其他市属单位及企业的往来款，变现能力受制于项目建设进度、竣工结算进度、市财政回款安排等，实质流动性不佳。不过，公司仍保持了较为充裕的货币资金存量，2017年末金额为71.08亿元，未有受限，可为即期债务的偿付提供一定保障。

受限资产方面，该公司将持有土地、房产等用于借款抵质押，期末受限资产总额为34.26亿元，占总资产的比重为4.27%。

图表 9. 截至 2017 年末公司受限资产情况（单位：亿元）

名称	受限的账面价值	受限原因
固定资产	0.99	借款质押/抵押
投资性房地产 <sup>5</sup>	20.41	借款质押/抵押
无形资产	8.54	借款质押/抵押
在建工程	4.32	借款质押/抵押
合计	34.26	-

资料来源：慈溪国控

### 3. 公司盈利能力

受保障房项目成本倒挂影响，2017 年该公司营业毛利持续为负，且亏损额较上年增加 1.76 亿元至 2.60 亿元。期间费用方面，2017 年公司期间费用为 6.61 亿元，同比增长 35.08%，期间费用率为 28.28%，期间费用负担仍较重。其中，管理费用和财务费用均较上年有一定增加，因公司下属子公司增加，管理费用较高，2017 年为 3.30 亿元；同期，公司财务费用为 2.54 亿元，由于大部分利息进行资本化处理，并未完全反映利息负担。公司作为慈溪市重要的投融资平台，可持续获得政府补助收入，2017 年政府补助达 10.54 亿元，主要形成于基建项目建设补助、交通运营补亏资金、债券贴息、粮食收储补助等，弥补了公司营业环节的亏损。2017 年，公司实现利润总额 1.10 亿元，同比下降 1.52%，实现净利润 0.87 亿元，同比下降 5.60%。

2018 年一季度，该公司营业亏损 0.63 亿元，由于政府补助一般在年底核算，当期未有收到大额政府补助，净亏损额为 1.15 亿元。整体而言，受限于公益性业务特征，公司主业盈利能力弱，对政府补助的依赖度高，政府补助具有一定的可持续性，可对公司盈利构成一定保障。

## 公司抗风险能力评价

### 1. 公司经营及财务实力

跟踪期内，该公司仍是慈溪市重要的基础设施建设及国有资产运营等实施主体，业务具有区域专营性，项目建设量可保持持续增加，业务规模扩大。得益于政府债券置换资金、资金注入等，公司权益资本实力增强，财务杠杆水平上升但幅度可控。公司债务期限结构进一步长期化，较为充裕的货币资金也可对即期债务偿付提供一定缓冲。

### 2. 外部支持因素

该公司作为慈溪市最为主要的城市基础设施及国有资产运营实施主体，能够持续获得政府支持，2017 年财政补贴达 10.54 亿元；且公司与银行保持良好合作关系，截至 2017

<sup>5</sup> 公司的公司债券 2017 年年度报告披露的投资性房地产受限规模 47.35 亿元，统计口径为公允价值计量；2017 年末财务报表中投资性房地产统计口径为成本法计量，根据成本法核算的投资性房地产受限金额为 20.41 亿元。

年末共获得各类银行授信 328.38 亿元，已使用 266.49 亿元，尚余授信额度 61.89 亿元，仍有一定的后续融资空间。

## 附带特定条款的债项跟踪分析

### 1. 外部担保

#### (1) 12 慈溪国控债担保方分析

12 慈溪国控债由中投保公司提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中投保公司是经国务院批准特例试办、国内首家以信用担保为主要业务的全国性专业担保机构。中投保由财政部和原国家经贸委共同发起组建，成立于 1993 年，初始注册资本 5 亿元。2006 年根据国务院国有资产监督管理委员会[2006]1384 号《关于国家开发投资公司和中國投资担保有限公司重组的通知》文件，中投保公司并入国家开发投资公司（简称“国投公司”），同时增资至 30 亿元。2010 年 9 月以来，中投保引入多家境内外投资者，并经历多次股权变更，注册资本增至 45.00 亿元。2015 年 8 月，中投保公司整体改制为股份制公司，并更名为现名。2015 年 12 月，经全国中小企业股份转让系统有限公司股转系统函[2015]8134 号文件批准，中投保公司股票在全国中小企业股份转让系统挂牌。截至 2017 年末，中投保公司注册资本为 45.00 亿元，国家开发投资公司为其控股股东。

截至 2017 年末，中投保公司经审计的合并口径资产总额为 191.65 亿元，净资产为 100.29 亿元；当年实现营业收入 616.66 亿元，其中担保业务净收入 6.49 亿元，投资收益 9.69 亿元，净利润 6.85 亿元。2017 年中投保公司担保业务发生额为 168.30 亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为 1263.98 亿元。

中投保公司法人治理结构较完整，内部组织机构设置合理，各项管理制度逐步完善，实现了规范化、制度化管理。近年来中投保公司不断加强风险管理体系的建设和优化，已建立了较为完善的信用风险管理体系，并在审查、审批和保后等环节对客户信用风险进行全程监督和控制。随着担保创新业务的不断拓展以及投资业务种类的增加，中投保仍需持续加强风险控制能力。

整体来看，中投保公司提供的担保进一步增强了 12 慈溪国控债的安全性。

#### (2) 17 慈溪债担保方分析

中证信用为 17 慈溪债提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

中证信用于 2015 年 5 月 27 日在深圳注册成立。截至 2017 年末，中证信用注册资本与实收资本均为 45.86 亿元，股东合计 34 家，包括证券公司 11 家，合计持股 39.79%；保险公司 3 家，合计持股 13.08%；其余国有或民营股东 20 家，持股合计 47.13%。中证信用为混合所有制，股东背景涉及国有及民营企业，股权结构多元分散。整体来看，中证信用股东普遍实力雄厚，且与其业务协同性较高，可为未来业务发展提供较好的支持。

<sup>6</sup>营业收入包含已赚保费、投资收益、公允价值变动收益、汇兑损益和其他业务收入。

截至 2017 年末，中证信用合并口径资产总额为 110.91 亿元，所有者权益为 59.68 亿元；同期中证信用实现增信业务收入 1.94 亿元，投资收益 4.24 亿元，净利润 2.96 亿元。截至 2017 年末，中证信用增信责任余额为 479.00 亿元，增信放大倍数为 8.03 倍。

2017 年以来，中证信用增信业务规模保持较快发展，增信项目结构得到一定优化，投资风格保持稳健，投资业绩维持较好水平。2017 年增资完成后，中证信用资本实力得到一定增强，然而随着增信业务快速发展和非公开公司债发行，中证信用资本充足度有所下降、杠杆水平有所上升，但均处于合理水平。得益于较为严格的项目准入和风控标准，中证信用增信业务质量尚可，代偿风险相对可控。中证信用投资组合中高流动性资产占比维持较高水平，可为债务偿付和潜在代偿项目提供较强的流动性缓冲。但也需关注到，中证信用增信风险准备金计提比例相对较低，随着各类创新业务的发展，其增信业务风险准备金充足性仍有提升空间。此外，在金融去杠杆和强监管背景下，中证信用增信业务及投资业务仍将面临一定的调整压力。

整体来看，中证信用提供的担保进一步增强了 17 慈溪债的安全性。

## 跟踪评级结论

2017 年，慈溪市主导汽车制造和电气机械及器材制造业实现较快增速，工业发展向好，经济实现快速增长；同年，在大规模拆迁以及去库存政策下，慈溪市房地产市场表现良好，同时也带动土地交易量价齐升。

跟踪期内，该公司仍是慈溪市重要的基础设施建设及国有资产运营等实施主体，业务具有区域专营性，且较为分散。2017 年因保障房低价销售，公司整体营收规模大幅上升，但经营亏损幅度也明显扩大，加之存在公益性业务，公司主要依赖政府补助弥补亏损。未来公司仍有较大规模的项目投资需求，投融资压力将进一步上升。

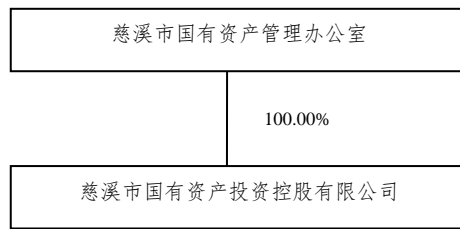
跟踪期内，随着基础设施建设的持续投入和合并范围的扩大，该公司负债规模快速增长。得益于政府债券置换资金、资金注入等，公司权益资本实力增强，财务杠杆水平上升但幅度可控。公司大量资金沉淀于项目投入及与其他市属单位企业的往来款，实质流动性不佳。但公司债务期限结构进一步长期化，较为充裕的货币资金也可对即期债务偿付提供一定缓冲。公司主业经营持续亏损，加之期间费用高企，依赖政府补助实现扭亏为盈。

中投保和中证增分别对 12 慈溪国控债和 17 慈溪债提供的担保持续有效，该公司上述两期债务的偿付较有保障。

本评级机构仍将持续关注：（1）慈溪市经济发展状况；（2）该公司政府性项目结算安排及资金实际回笼情况；（3）后续项目建设投入进度及项目资金匹配情况；（4）保障房销售进度以及亏损规模；（5）刚性债务偿付安排；（6）公司与慈溪市属单位及企业的资金往来及回收情况；（7）财政补贴拨付情况；（8）对外担保情况；（9）担保方信用质量变化及对债券担保效力。

附录一：

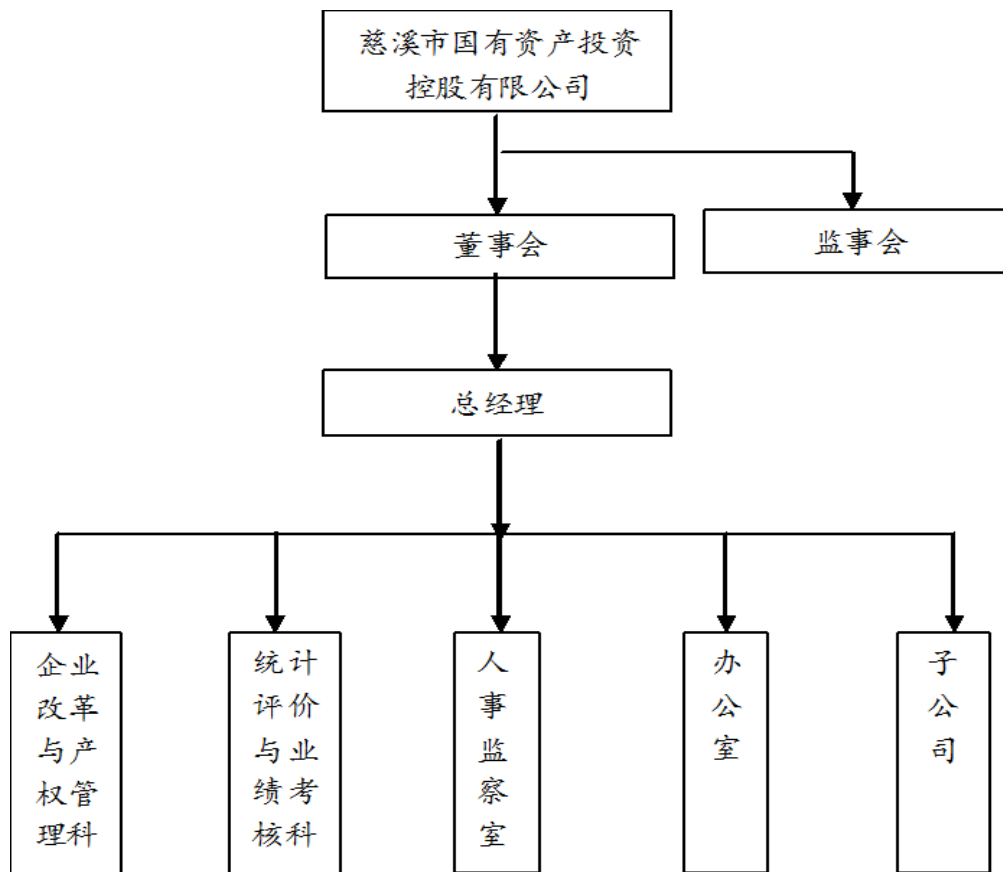
公司与实际控制人关系图



注：根据慈溪国控提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录二：

公司组织结构图



注：根据慈溪国控提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）

附录三：

发行人主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	549.39	654.92	801.84	828.50
货币资金 [亿元]	54.73	50.69	71.08	86.83
刚性债务[亿元]	325.45	364.80	459.21	482.06
所有者权益 [亿元]	169.57	211.60	249.70	248.90
营业收入[亿元]	11.78	12.46	23.37	4.39
净利润 [亿元]	0.89	0.92	0.87	-1.15
EBITDA[亿元]	6.01	7.25	8.35	-1.14
经营性现金净流入量[亿元]	-27.93	-35.83	-53.51	2.71
投资性现金净流入量[亿元]	-20.81	-30.69	-23.98	-3.15
资产负债率[%]	69.13	67.69	68.86	69.96
长短期债务比[%]	157.32	167.91	215.12	272.62
权益资本与刚性债务比率[%]	52.10	58.01	54.38	51.63
流动比率[%]	236.29	281.51	348.24	407.99
速动比率 [%]	111.52	127.85	143.59	172.13
现金比率[%]	37.08	30.63	40.57	55.82
利息保障倍数[倍]	0.21	0.22	0.19	—
有形净值债务率[%]	237.01	219.27	237.94	249.64
担保比率[%]	6.25	5.92	8.30	—
毛利率[%]	-3.26	-6.74	-11.12	-14.33
营业利润率[%]	-43.46	-42.44	4.21	-34.45
总资产报酬率[%]	1.07	0.58	0.62	—
净资产收益率[%]	0.94	0.48	0.38	—
净资产收益率*[%]	0.92	0.48	0.39	—
营业收入现金率[%]	93.61	132.39	97.02	93.98
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-33.00	-22.89	-31.41	—
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-12.75	-8.71	-10.75	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-57.59	-42.49	-45.49	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-22.25	-16.16	-15.57	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.37	0.46	0.34	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.03	0.02	0.02	—

注：表中数据依据慈溪国控审计的 2015-2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。

**附录四：**
**担保方中投保公司主要财务数据及指标表**

项目	2015年	2016年	2017年
<b>财务数据与指标：</b>			
注册资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	63.86	66.64	100.29
总资产（亿元）	104.06	130.47	191.65
风险准备金（亿元）	15.95	14.96	14.48
担保业务收入（亿元）	7.04	6.81	6.49
营业利润（亿元）	7.59	8.14	8.92
净利润（亿元）	6.03	5.99	6.85
营业利润率（%）	105.56	114.88	126.34
平均资本回报率（%）	9.55	10.40	8.27
担保责任放大倍数（倍）	26.79	28.12	12.60
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.45	4.06	2.39
资本充足率（%）	3.73	3.56	7.93
代偿保障率（%）	26.24	46.53	13.91
现金类资产比率（%）	17.31	16.81	8.58
<b>担保业务：</b>			
担保发生额（亿元）	958.11	554.22	168.30
担保责任余额(亿元)	1710.66	1873.82	1263.98
当期担保代偿率（%）	0.008	0.15	0.07
累计担保代偿率（%）	1.29	0.11	0.10
代偿回收率（%）	46.91	45.59	54.64
累计代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保公司经审计的 2015-2017 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017 年末，中投保公司股东权益中包括 25.15 亿元的可续期公司债券；

注 3：中投保公司根据《北京市融资性担保机构担保业务风险分级指引（试行）》（京金融[2015]91 号）和《关于中国投融资担保有限公司开展担保业务风险分级管理的意见》（京金融[2015]126 号），加权计算风险调整融资性担保放大倍数。

## 附录五：

## 担保方中证信用主要财务数据及指标表

项目	2015 年	2016 年	2017 年
<b>财务数据与指标：</b>			
股东权益（亿元）	42.28	44.36	59.68
风险准备金（亿元）	0.04	0.33	0.94
总资产（亿元）	53.95	63.65	110.91
增信业务收入（亿元）	0.24	1.46	1.94
投资收益（亿元）	1.34	2.61	4.24
营业利润（亿元）	1.21	2.60	3.41
净利润（亿元）	1.11	2.20	2.96
营业利润率（%）	68.13	54.56	42.78
平均资本回报率（%）	-	5.07	5.70
风险准备金充足率（%）	0.15	0.15	0.20
增信责任放大倍数（倍）	0.64	4.78	8.03
资本充足率（%）	156.59	20.90	12.46
代偿保障率（%）	404.50	52.42	68.91
现金类资产比率（%）	74.97	24.71	31.07
<b>增信业务：</b>			
增信责任余额(亿元)	27.00	212.19	479.00
累计增信率（%）	-	-	-
累计代偿回收率（%）	-	-	-
累计代偿损失率（%）	-	-	-

注1：根据中证信用经审计的2015-2017年财务数据数据整理、计算；

注2：2016年数据取自中证信用2017年审计报告期初数。



附录六：

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%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/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+期末短期投资余额+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%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
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%
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]

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

附录七：

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级、CCC级（含）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（含）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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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）
- 《城投类政府相关实体信用评级方法》（发布于 2015 年 11 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。