

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[2019]100724】

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
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AA+/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日	AA+/稳定/AAA/2019 年 6 月 28 日
前次跟踪:	AA+/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日	AA+/稳定/AAA/2018 年 6 月 29 日
首次评级:	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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
发行人母公司数据:				
货币资金	1.05	1.26	2.93	3.39
刚性债务	17.66	33.98	43.00	46.00
所有者权益	60.99	62.32	65.08	64.42
经营性现金净流入量	-6.85	-16.91	-8.16	-1.91
发行人合并数据及指标:				
总资产	654.92	801.84	1004.75	1034.69
总负债	443.31	552.14	598.93	631.21
刚性债务	364.80	459.21	500.58	534.92
所有者权益	211.60	249.70	405.82	403.47
营业收入	12.46	23.37	23.05	4.23
净利润	0.92	0.87	1.01	-2.30
经营性现金净流入量	-35.83	-53.51	1.80	-10.87
EBITDA	7.25	8.35	7.37	—
资产负债率[%]	67.69	68.86	59.61	61.01
长短期债务比[%]	167.91	215.12	140.26	165.25
权益资本与刚性债务比率[%]	58.01	54.38	81.07	75.43
流动比率[%]	281.51	348.24	258.77	280.74
现金比率[%]	30.63	40.57	33.99	40.40
利息保障倍数[倍]	0.22	0.19	0.15	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.34	0.25	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—
中投保公司数据:				
总资产	130.47	191.65	204.53	—
股东权益	66.64	100.29	101.27	—
担保余额	1873.82	1263.98	678.98	—
担保放大倍数[倍]	28.12	12.60	—	—
中证信用增进数据:				
总资产	63.65	110.91	97.31	—
股东权益	44.36	59.68	60.80	—
增信责任余额	212.19	479.00	436.77	—
增信责任放大倍数[倍]	4.78	8.03	7.18	—

注: 发行人数据根据慈溪国控经审计的 2016-2018 年及未经审计的 2019 年第一季度财务数据整理、计算。担保方数据分别根据中投保公司和中证信用增进经审计的 2016-2018 年财务数据整理、计算。

分析师

周晓庆 zxq@shxsj.com
 张 静 zhangjing@shxsj.com
 Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号盛大大厦 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 2018 年以来慈溪国控在区域环境、政府支持及外部增信等方面保持优势,同时也反映了公司在盈利能力、资产流动性、债务负担及即期偿债压力、子公司管控等方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域经济实力较强。**慈溪市经济实力较强,制造业发达,跟踪期内经济仍保持快速增长,产业运行良好,可为慈溪国控的业务发展提供较好的外部发展环境。
- **政府支持力度大。**慈溪国控作为慈溪市重要的基础设施建设及国有资产运营主体,继续在资产注入、财政补贴及项目支持等方面获得政府大力支持,其中 2018 年慈溪市国资办无偿注入公司大量土地作为资本性投入,使得期末权益资本达到 405.82 亿元。
- **担保增信持续有效。**中投保公司和中证信用增进分别为 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:

- **主业经营持续亏损,盈利依赖于政府补助。**跟踪期内,慈溪国控保障房销售仍处于亏损状态,同时较多的公益性业务也未呈现经营效益,公司主要依赖政府补助实现盈利。
- **资产流动性偏弱。**慈溪国控大量资金沉淀于项

目投入及与其他市属单位企业的往来款，资金回收时日不确定，资产流动性偏弱。

- **债务负担加重，即期偿债压力上升。**跟踪期内，慈溪国控项目建设沉淀了大量的有息债务，债务负担较重，同时即期债务规模也有上升。
- **对子公司管控压力。**慈溪国控下属子公司数量较多，且主要业务由子公司各自负责，对公司管理能力的要求较高。

➤ 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⁺ 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 2018 年财务报表、未经审计的 2019 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析，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%，截至 2018 年末，已提前兑付本金 6.40 亿元，待偿还债券本金余额为 1.60 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“中证信用增进”）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%。

截至本报告出具日，该公司存续债券均已按期兑付本金或利息，待偿还债券本金余额为 56.30 亿元。

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	2012-09-20	已偿还到期本金 6.40 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%
14 慈建债	慈溪市建设投资集团有限公司	12.00	7 年	6.18	2014-08-15	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%
16 慈溪 01	慈溪国控	5.00	5 (3+2) 年	3.80	2016-10-13	未到期	第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回

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
16 慈商 01	慈溪市商贸集团有限公司	3.00	5 年	4.75	2016-12-09	未到期	售选择权
17 慈溪债	慈溪国控	9.50	7 年	4.90	2017-04-06	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 (3+2) 年	5.38	2017-07-27	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 慈溪国资 MTN001	慈溪国控	10.00	5 (3+2) 年	5.80	2018-02-28	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
19 慈商 01	慈溪市商贸集团有限公司	10.00	5 年	5.70	2019-03-13	未到期	-

资料来源：Wind

业务

1. 外部环境

(1) 宏观环境

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，2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投企业合理融资需求等意见的发布，城投企业融资环境一定程度上有所改善。但近两年城投企业债务集中到期规模大，部分企业仍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，全国各地区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。2018年末，我国城镇化率为59.58%，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，随着财政部首次问责部分地方政府违规举债、担保行为，以及一系列地方融资监管政策的密集出台，行业监管力度显著趋严，“疏堵结合”的地方政府举债融资机制逐步建立。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。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年以来，切实加强地方政府债务管理的监管定调一以贯之，但与此同时，扩内需调结构、基建补短板也是促进实体经济发展的的重要举措，城投企业合理融资需求仍需保障。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。

此外，全国各地相继把地方政府隐性债务化解安排提上日程，城投企业作为地方政府隐性债务的主要载体，化解存量债务已成为当前的重要任务。但为避免矫枉过正，保障城投企业合理融资需求，2018年7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕“补短板、增后劲、惠民生”推动有效投资的措施；指出要“引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾”。10月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），对7月的国务院常务会议内容进行了进一步延续与补充，明确提出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度，同时金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转。此外，支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

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，部分企业面临集中偿付压力。

(3) 区域经济环境

2018年，慈溪市经济保持较快增长，经济实力较强，虽受汽车行业景气度下行和环保监管政策等影响下，工业产值及固定资产投资增速有所下滑，但整体水平仍较高；同年，慈溪市房地产市场继续表现良好，商住用地出让面积大幅增长。

慈溪市是宁波市下辖的县级市，地处长江三角洲经济圈南翼环杭州湾地区，2008年5月杭州湾跨海大桥的通车使得慈溪市融入沪、杭、甬2小时交通圈，位于上海、杭州、宁波三大都市的中心位置，区位和交通优势显著。截至2018年末，慈溪市面积1361平方公里，下辖5个街道、14个镇，户籍人口105.57万人。

跟踪期内，慈溪市经济继续呈现良好发展态势，三次产业结构进一步优化。2018年，慈溪市实现地区生产总值1737.03亿元，按可比价格计算，增长9.8%，经济体量在宁波市下属区县中位居第二（仅次于鄞州区），经济增速位居第一，位列全国综合实力百强县第六位。其中，第一产业实现增加值52.24亿元，增长2.2%；第二产业实现增加值1052.59亿元，增长9.6%；第三产业实现增加值632.20亿元，增长11.0%。第一、二、三产业之比为3.0:60.6:36.4，三次产业分别拉动经济增长0.1、5.8和3.9个百分点。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为115379元（按年平均汇率折算为17436美元），增长9.5%。2019年第一季度，慈溪市实现地区生产总值386.07亿元，可比价格计算增速3.7%，同期第一产业、第二产业和第三产业增加值分别为7.02亿元、235.31亿元和143.73亿元，增速分别为0.3%、1.8%和7.5%。

图表2. 2016-2018年及2019年第一季度慈溪市主要经济指标及增速（单位：%）

	2016年		2017年		2018年		2019年第一季度	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值（亿元）	1209.42	6.5	1487.75	10.2	1737.03	9.8	386.07	3.7
全社会固定资产投资（亿元）	807.78	12.4	839.53	5.1	443.20	3.5	104.08	12.5
规模以上工业总产值（亿元）	2321.64	8.8	2820.73	20.3	3088.20	10.8	717.51	2.8
社会消费品零售总额（亿元）	518.88	8.7	583.23	12.4	625.78	7.5	399.03	9.8
城镇居民人均可支配收入（元）	50828	7.7	54894	8.0	59264	8.0	20629	9.2
农村常住居民人均可支配收入（元）	29547	8.2	32088	8.6	34927	8.8	12890	10.2

资料来源：2016-2018年慈溪市国民经济和社会发展统计公报和慈溪市人民政府网站

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，受宏观经济、环保监管政策趋严以及汽车产业自2018年下半年景气度下降影响，全市工业产值增幅较上年高位有所回落，但仍处于较高增速。2018年全市规模以上工业总产值3088.20亿元，较上年增长10.8%，较上年下降9.5个百分点；全市1457家规模以上工业企业实现增加值698.00亿元，增长9.8%，其中市级1219家规模以上工业企业实现增加值331.03亿元，增长9.5%。全市规模以上工业分行业看，汽车制造业实现增加值301.00亿元，增长11.8%，较上年下降15.9个百分点；电气机械及器材制造业实现增加值163.75亿元，增长9.8%，较上年下降4.4个百分点。工业推进创新转型，全市规上工业新兴产业实现产值418.16亿元，比上年增长10.3%，其中，生命健康、智能装备产业分别实现产值135.10亿元、89.51亿元，分别增长11.2%、14.8%，新兴产业产值占规上工业产值比重13.5%，比上年提高0.7个百分点。

慈溪市固定资产投资增速趋缓，2018 年全市完成固定资产投资 443.20 亿元，同比增长 3.5%，增速较上年降低 1.6 个百分点，其中市级完成固定资产投资 244.41 亿元，增长 1.0%。分产业看，第二产业完成投资 110.85 亿元，下降 16.0%；第三产业完成投资 332.35 亿元，增长 12.3%，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 65.12 亿元，下降 10.7%；完成工业投资 110.35 亿元，下降 16.4%；完成房地产开发投资 222.41 亿元，增长 55.7%。2019 年第一季度，慈溪市完成固定资产投资 104.08 亿元，同比增长 12.5%，较上年平均水平明显回升，其中基础设施投资完成投资 18.26 亿元，同比增长 97.1%，房地产开发投资 50.71 亿元，同比增长 3.8%。

2018 年慈溪市房地产市场延续上年火热行情，在保利府院江南、新城吾悦广场和恒厚阳光城等多家楼盘开盘推动下，全年实现商品房销售面积 368.82 万平方米，增长 39.8%，其中市级实现商品房销售面积 153.03 万平方米，同比增长 49.5%，商品房销售额 164.94 亿元，同比增长 67.7%。同年，在大规模商住地供地的情况下，慈溪市土地市场继续保持良好态势，2018 年土地出让面积增长 19.76%至 4525.63 亩，土地出让总价增长 24.82%至 80.89 亿元，其中商住用地出让面积和出让总价占比分别为 1689.88 亩和 71.97 亿元。鉴于房地产市场易受供求关系、信贷政策导向、调控政策等诸多因素影响，预计中短期内慈溪市房地产市场仍有调整压力。

图表 3. 2016-2018 年慈溪市土地市场交易情况

	2016 年	2017 年	2018 年
土地出让总面积（亩）	2633.92	3779.06	4525.63
其中：工业用地出让面积（亩）	1569.72	2632.38	2835.75
商住用地出让面积（亩）	909.67	1146.68	1689.88
土地出让总价（万元）	299377.50	648058.91	808930.45
其中：工业用地出让总价（万元）	59515.29	85173.91	89265.45
商住用地出让总价（万元）	236475.21	562885.00	719665.00
土地出让均价（万元/亩）	113.66	171.49	178.74
其中：工业用地出让单价（万元/亩）	37.91	32.36	31.48
商住用地出让单价（万元/亩）	259.96	490.88	425.87

资料来源：慈溪国控

2. 业务运营

该公司作为慈溪市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，业务具有区域专营性，且较为分散。跟踪期内，公司公交运输、粮食销售等偏公益性业务效益仍欠佳，保障房销售亏损幅度有所缩减，加之新增煤气销售收入，公司整体营收规模略有下滑，不过经营亏损明显收窄。公司承担的项目未来几年仍有投资需求，有一定的投融资压力。

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，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。由于业务种类较多，公司收入结构较为分散，除自来水销售、污水处理及粮食销售收入相对稳定外，其他业务年度间呈现波动，公司收入及毛利率亦持续发生调整。2018 年在保障房结转销售额及亏损幅度同时缩降，同时基建项目完工结算规模增大以及新增的煤气销售收入体现的影响下，公司全年收入虽略有下降，但亏损额较上年有明显收窄。2018 年，公司营业收入

实现 23.05 亿元，同比减少 1.35%；营业亏损 1.24 亿元，亏损较上年缩减 1.36 亿元。具体来看，公司房产销售主要来源于梅林保障房，2018 年梅林保障房销售进入尾期，销售收入规模同比下降 32.13%至 7.54 亿元；公司根据政府指导将梅林保障房销售单价设定在成本价以下，有一定的公益性，业务持续亏损，但因上年已结算了较多的前期成本，2018 年房地产销售业务亏损有所减少，当年该业务毛利率为-5.99%，毛利亏损 0.45 亿元，亏损较上年有所改善。公司于 2017 年末购入慈溪市煤气有限公司（以下简称“煤气公司”）60%股权，2018 年新增煤气销售收入 1.59 亿元；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。

2019 年第一季度，该公司经营收入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，综合毛利率为-22.33%，多项业务收不抵支，仍处于亏损状况。

图表 4. 2016 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	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	12.46	100	23.37	100	23.05	100.00
房产销售	0.35	2.80	11.11	47.54	7.54	32.73
围垦地块拍卖	1.00	8.03	0.50	2.14	0.60	2.60
运输	1.83	14.70	1.91	8.19	1.76	7.63
工程建设	2.34	18.78	1.44	6.15	2.59	11.22
粮食销售	1.17	9.36	1.56	6.66	1.60	6.93
污水处理	0.57	4.54	0.68	2.92	0.76	3.28
自来水销售	2.88	23.14	3.33	14.24	3.60	15.60
煤气销售	-	-	-	-	1.59	6.89
出租收入	0.57	4.57	0.99	4.24	1.08	4.68
其他	1.75	14.04	1.85	7.92	1.95	8.44
业务类型	毛利	毛利率	毛利	毛利率	毛利	毛利率
合计/综合	-0.84	-6.74	-2.60	-11.12	-1.24	-5.39
房产销售	0.10	29.82	-1.95	-17.52	-0.45	-5.99
围垦地块拍卖	0.73	72.97	0.36	72.97	0.44	72.97
运输	-1.71	-93.53	-1.93	-100.95	-2.16	-122.75
工程建设	0.07	2.93	0.06	4.49	0.15	5.80
粮食销售	-0.13	-11.1	-0.14	-8.76	-0.15	-9.65
污水处理	-1.38	-243.8	-0.91	-133.79	-1.53	-202.10
自来水销售	0.83	28.64	1.22	36.66	1.24	34.41
煤气销售	-	-	-	-	0.09	5.50
出租收入	0.09	15.96	0.19	19.03	0.11	10.29
其他	-10.15	-81.46	0.49	2.10	1.03	52.68

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，承接主体有慈溪市建设投资集团有限公司（简称“建设集团”）、慈溪市交通集团有限公司（简称“交通集团”）、慈溪市城南建设投资有限公司（简称“城南建设”）、慈溪市文化商务区开发有限公司（简

称“商务区公司”)、慈溪市商贸集团有限公司(简称“商贸集团”)等。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2018年末,公司账面尚有约401.87亿元的项目未结算。当年结转了日显路慈东大道等道路绿化工程、新马潭路江(拓疏)一期等项目部分,公司确认收入2.59亿元,回笼资金1.64亿元。

该公司主要在建项计划总投资合计304.84亿元,累计已投资311.11亿元,其中,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;界牌旧村综合改造工程项目、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;城区东南骨干道路建设工程在建设过程中有新增计划外项目,目前已经开始运营;城南综合改造一期拆迁工程因前期概算以货币和实物安置混合制,随着项目建设的推进,货币安置增多,已投资额已超概算;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。公司近年来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2018年末累计已投资55.37亿元。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。公司基建项目周期较长,未来仍有持续的资金投入需求,公司仍将持续面临一定的资金压力。

图表 5. 截至 2018 年末公司主要工程建设项目情况 (单位: 亿元)

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	32.85
	三北大街西延综合改造工程	24.43	28.52
	界牌旧村综合改造工程	26.64	44.37
	城区东南骨干道路建设工程	17.67	21.03
	新潮塘板块综合改造工程	25.30	21.99
城南建设	城南综合改造一期拆迁工程	11.38	15.07
	城南综合改造二期拆迁工程	20.62	16.54
慈溪市新城河建设有限公司	新城河一期棚户区综合改造工程	67.66	55.37
慈溪市文化商务区开发有限公司	文化商务区开发工程	40.50	52.15
慈溪市商贸集团有限公司	农贸城	15.89	13.06
	轻纺城	21.14	10.16
合计	--	304.84	311.11

资料来源:慈溪国控

(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、自来水供应以及粮食销售等业务，多项业务具有很强的公益性，主要依赖政府补贴扭亏为盈。

A.保障房销售业务

在保障房销售方面，2018年该公司保障房销售收入为7.54亿元，主要来源于梅林项目、新潮塘项目、界牌项目，结转销售面积12.47万平方米；2019年一季度房产销售收入主要来源于裕嘉小区项目、新潮塘项目，结转销售面积3.00万平方米。2018年梅林保障性住房销售进入尾期，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仍有亏损。

慈溪市保障房以消化存量为主，该公司在建保障房项目较少，目前主要的在建项目为北二环路东延综合改造-安置房二期工程，该工程位于白沙路街道后油车村和赖王村，总用地面积13.17万平方米，新建拆迁安置房共2013套，总建筑面积41.14万平方米，其中地上建筑面积26.68万平方米，地下建筑面积14.45万平方米。建筑占地面积2.84万平方米，总车位2817位，工程由三个地块组成，工程于2016年2月立项，概算总投资19.29亿元，工程建设周期36个月，截至2018年末累计投资10.15亿元。此外，上述主要基础设施建设项目中均包括有保障房建设的部分。截至2018年末公司剩余可售房源面积合计41.01万平方米，其中梅林保障房待售面积为6.28万平方米。目前梅林保障房已实现大部分销售，项目亏损已释放部分，关注后续余量销售对公司财务状况造成的影响。

B.围垦造地业务

围垦造地业务方面，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。由于近年来国家严控地方围填海造田，海涂公司在建围垦项目推进迟缓，为减轻公司经营压力、便于对围垦项目的统一管理，2018年12月海涂公司将负责在建水云浦和镇龙浦等围垦项目的下属子公司慈溪市海涂建设有限公司（以下简称“海涂建设”）无偿划至慈溪市国有资产管理办公室（简称“慈溪市国资办”）。目前海涂公司仅有少量前期围涂土地的回购款待收回。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2018年末公司已累计确认收入15.10亿元，累计确认毛利10.35亿元，目前尚有1.15亿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。

C.交通运输业务

交通运输业务方面，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，公交车票价为政府指导价，采用低票价运营，具有社会公益性，该项业务长期处于亏损状态，对财政补贴的依赖度较高。2018年公司运输业务收入为1.71亿元，同比减少10.47%；经营常年亏损，主要依靠政府补助扭亏为盈，当年毛利润为-2.16亿元，收到交通运营补亏资金3.21亿元。

D. 水务

自来水销售业务方面，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。截至 2019 年 3 月末，水务集团下辖 4 个供水水厂，新城、城西、城北和城南，其中城南水厂于 2018 年完工，2019 年初试运营成功。水务集团日供水达 46 万立方米，目前新建管道尚未正式投入运营，预计未来供水销售收入将有所增长。下辖 3 座污水处理厂，污水处理一级 A 标准排放，日处理能力为 23 万立方米。2018 年及 2019 年一季度，水务集团分别完成自来水供应量 8484 万吨和 1862 万吨，售水量 7639 万吨和 1686 万吨、污水处理量 6882 万吨和 1730 万吨；同期，分别实现营业收入 4.50 亿元和 1.14 亿元，水务集团自来水净收益仍不能覆盖污水业务带来的亏损，净利润分别为-0.21 亿元和-0.58 亿元，获得排水运营亏损补助 2.00 亿元。

E. 粮食销售业务

粮食销售业务方面，该公司粮食销售业务由子公司慈溪市粮食收储有限公司（以下简称“粮食收储公司”）负责，收购、储备和轮换粮食用于调控粮食市场，根据市政府粮食收购政策实施销售，具有一定的公益性。2018 年公司粮食销售收入为 1.60 亿元，较上年增长 2.56%，其中，当年储备粮轮换数量 3.60 万吨，较上年减少 0.14 万吨；储备粮轮换销售金额为 1.08 亿元，较上年减少 0.07 亿元。当年粮食收储业务毛利亏损 0.15 亿元，获得粮食收储补助 0.50 亿元。

F. 煤气销售业务

该公司煤气销售业务由煤气公司负责，主要负责煤气、液化气销售，同时包括煤气旧罐的回收与销售，煤气主要销售给慈溪市主城区居民，2018 年实现煤气销售 1.59 亿元。

此外，该公司其他业务收入还包括测试费收入、商品销售收入、出租收入、工程结算收入等，业务规模保持扩大，2018 年合计为 1.95 亿元，较上年增长 5.41%。

管理

跟踪期内，该公司高管人员发生一定变化，属正常人事调动。公司股权结构、治理结构、管理制度等方面均无重大变动。

跟踪期内，该公司高管人员发生变动。2019 年 6 月，公司法人代表、董事长、总经理由叶文进变更为钱飞炯，陈僖妮担任公司职工代表监事，本次人员变更对公司日常管理、生产经营及偿债能力无重大影响。此外，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资办。

根据该公司提供的本部 2019 年 6 月 17 日《企业信用报告》，公司本部信用记录正常，无违约情况发生。此外，根据国家工商总局、国家税务总局、人民法院等信用信息公开平台信息 2019 年 6 月 17 日的查询结果，公司本部未存在异常情况。

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以自有地产为慈溪市工业品批发市场经营服务有限公司的中国建设银行慈溪支行借款进行抵押担保，债务人发生违约，截至 2018 年末，该笔担保已解除且农副产品公司未发生实质性代偿¹。

财务

跟踪期内，得益于大规模的土地资产注入，该公司权益资本增厚，财务杠杆水平仍可控。随着保障房、基建等项目的逐步推进，公司大量资金仍沉淀于项目投入及与其他市属单位企业的往来款，资产实质流动性不佳。同时，随着前期债务的逐步到期，公司即期偿债规模有所上升。但公司货币资金较为充裕，融资渠道较畅通，加之持续的股东支持，可对债务偿付提供保障。公司主业经营持续亏损，加之期间费用负担较重，主要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 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（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。

根据 2017 年 6 月财政部发布了《企业会计准则解释第 9 号—关于权益法下投资净损失的会计处理》、《企业会计准则解释第 10 号—关于以使用固定资产产生的收入为基础的折旧方法》、《企业会计准则解释第 11 号—关于以使用无形资产产生的收入为基础的摊销方法》及《企业会计准则解释第 12 号—关于关键管理人员服务的提供方与接受方是否为关联方》等四项解释，公司于 2018 年 1 月 1 日起执行上述解释。根据财政部 2018 年 6 月 15 日发布的《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）要求，公司审计报告做相应调整。

2018 年，该公司合并范围内子公司增加至 78 家，当年新并入子公司 8 家，公司及下属子公司分别出资设立慈虹建设投资有限公司、慈溪市停车场建设管理有限公司、慈溪市金虹住房服务有限公司、慈溪市交投综合能源发展有限公司、慈溪市交通能源发展有限公司、慈溪市原水有限责任公司、宁波健康智谷园区开发有限公司及慈溪市上林人才服务有限公司，均为投资设立；此外，公司无偿划转孙公司海涂建设至慈溪市国资办，子公司慈溪市家电科技城会展管理有限公司至慈溪市工业投资有限公司。上述股权划转对公司整体经营及财务影响不大。公司下属子公司数量较多，且主要业务由子公司各自负责，对公司管理能力的要求较高。

¹ 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，到期日债务人工业品公司未全部偿清，根据浙江省宁波市中级人民法院于 2018 年 11 月 15 日发布的结案通知书，法院对农副产品公司的抵押物进行拍卖，成交价 0.54 亿元，扣除相关费用后 0.53 亿元用于偿债。根据宁波市中级人民法院（2017）浙 02 民初 140 号《民事判决书》，中国建设银行对工业品公司欠付本金、利息、复利、律师费合计 2.55 亿元就农副产品公司的抵押土地在 1.47 亿元内享有优先受偿权。农副产品公司参与竞拍，于 2018 年 10 月 30 日与慈溪市润红轩家具有限公司（以下简称“润红轩家具”）签订协议书，由润红轩家具承担农副产品公司赎回抵押土地的全部费用，农副产品公司实际未发生代偿。

2. 公司偿债能力

(1) 债务分析

跟踪期内，得益于大规模的土地资产注入，该公司资本实力大幅增强，2018 年末所有者权益较上年末增长 62.51%至 405.82 亿元，其中资本公积同比增长 69.83%至 377.26 亿元。公司当年末资本公积增加 159.94 亿元，主要是政府债务置换资金划入 12.22 亿元、土地使用权划入 141.94 亿元²、原慈溪中学资产评估作价划入 1.30 亿元及下拨资金 1.70 亿元所致；资本公积减少 4.81 亿元，主要是慈溪市国资办收回原公司持有的界牌 2 号地块而冲减 3.01 亿元，海涂建设股份无偿划出而冲减资本公积 1.00 亿元，慈溪市国土资源局收回国有建设用地使用权 0.41 亿元，公司对宁波华慈蓝海创业投资有限公司减资 40%，收回投资款 0.12 亿元，并将持有的 14.2857%的股权无偿划转至慈溪市工业和信息产业基金有限公司，冲减资本公积 0.18 亿元。

跟踪期内，该公司仍有较大规模的基础设施建设投资力度，主要依靠银行借款、发行债券等方式加以补足资金缺口，债务规模保持增长。2018 年末，公司总负债同比增长 8.47%至 598.93 亿元；由于权益资本的大幅增长，年末公司资产负债率为 59.61%，较上年末降低 9.25 个百分点，但仍处于较高水平。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 500.51 亿元，占负债总额的比重为 83.57%，占比与上年末基本持平。公司其他应付款主要为与慈溪市市属企业单位的往来款，2018 年末同比增长 9.87%至 71.34 亿元，占负债总额的 11.91%，主要是应付宁波市保障性住房建设投资有限公司往来款项 38.00 亿元（占其他应付款的比重为 53.27%）、应付慈溪市环杭州湾创新中心往来款 5.20 亿元、慈溪市国土资源管理委员会办公室往来款 3.41 亿元、慈溪市土地储备中心往来款 2.46 亿元及慈溪市高新技术产业开发区管理委员会往来款 2.25 亿元。

由于长期借款逐步到期以及短期借款的新增，2018 年末该公司短期刚性债务规模及占比均有一定提升，年末分别 163.46 亿元和 32.66%，公司存在一定的即期偿债压力。从借款渠道来看，公司银行借款仍居主导地位，2018 年末银行借款总额为 412.30 亿元（不含国开行的 5.27 亿元，下同），占负债总额的 68.84%。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。公司其余借款主要通过抵押、质押、保证及多种当时结合的方式借入，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、定期存单为主。除此之外，公司还通过发行债券和融资租赁模式筹措资金。2018 年末，公司存续债券余额 50.36 亿元，增量主要系 2018 年新发的 18 慈溪国资 MTN001 和慈溪公交 ABS，合计为 14.83 亿元。非标融资方面，2018 年末公司一年内到期的非标融资款（入账一年内到期的非流动负债）为 4.31 亿元；中长期非标融资款（入账长期应付款）31.51 亿元，包含 22.27 亿元的融资租赁款、2.70 亿元的地方政府债券、5.12 亿元的国开行借

² 为贯彻落实《关于全面深化国资国企改革的意见》（慈党[2018]7 号），做大慈溪市国有企业资产规模，根据市政府第 18 次常务会议纪要（[2018]6 号）精神，慈溪市国资办将价值 196.03 亿元的土地使用权分别划入公司下属 8 家子公司，其中 49.53 亿元用于冲减往来款项，此外，2018 年国资办收回价值 4.56 亿元的土地，此处土地所有权划入为净值 141.94 亿元，划入土地均为农业用地，用于农业开发。

款、慈溪市新兴建设投资有限公司应付宗汉街道下属多家合作社 0.85 亿元的借款及粮食收储公司应付宓家埭收储站 0.47 亿元借款及少量应付利息 0.10 亿元。

2019 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 亿元的私募债，2019 年 3 月末公司负债总额同比增长 8.47% 至 598.93 亿元，仍以非流动负债为主；主要由刚性债务及其他应付款构成，期末刚性债务总额已上升至 534.85 亿元，有息债务负担继续加重。其中短期刚性债务下降为 155.06 亿元，中长期刚性债务则上升至 379.79 亿元，期末中长期刚性债务占比提升至 71.01%，刚性债务期限结构进一步优化。随着往来款项的增加，其他应付款同比增长 9.87% 至 71.34 亿元，公司其他负债科目变动不大。

或有负债方面，截至 2018 年末，该公司对外担保余额为 24.75 亿元，较上年末增长 19.42%；当年末担保比率为 6.10%。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、慈溪市慈东工业发展有限公司和慈溪市商贸集团有限公司等。目前公司已形成较大规模的对外担保且担保对象较为集中，存在一定或有负债风险。

图表 6. 截至 2018 年末公司对外担保情况（单位：亿元）

担保方	被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
慈溪市国有资产投资控股有限公司	慈溪市卫生发展投资有限公司	0.39	2017.5.26	2019.10.25
	慈溪市卫生发展投资有限公司	0.08	2017.5.26	2019.10.25
	慈溪市卫生发展投资有限公司	0.31	2017.9.22	2020.9.27
	慈溪市卫生发展投资有限公司	0.35	2018.1.3	2021.1.24
	慈溪市卫生发展投资有限公司	0.15	2018.1.3	2021.1.3
	慈溪市卫生发展投资有限公司	0.45	2018.4.9	2021.4.12
	慈溪市卫生发展投资有限公司	0.07	2018.10.15	2019.10.27
	慈溪市观海卫城建投资开发有限公司	1.40	2017.11.7	2022.11.15
	慈溪市观海卫城建投资开发有限公司	7.00	2017.3.17	2026.2.10
	慈溪市周巷城镇建设投资公司	0.42	2017.3.23	2022.3.12
	慈溪市周巷城镇建设投资公司	0.30	2017.6.8	2019.6.7
	慈溪市周巷城镇建设投资公司	0.50	2017.5.27	2020.5.27
	慈溪市周巷城镇建设投资公司	1.50	2017.6.28	2024.6.27
	慈溪市周巷城镇建设投资公司	1.45	2018.12.5	2021.12.4
	慈溪市周巷镇农业服务总公司	0.20	2017.12.27	2019.12.27
	慈溪市周巷副食品批发市场经营服务有限公司	0.35	2018.5.16	2025.5.15
	慈溪天元中华古旧家具城有限公司	0.30	2017.12.27	2019.12.27
	慈溪天元宜居农房改造开发有限公司	0.10	2018.11.29	2019.12.29
	慈溪市新浦城镇建设发展公司	0.30	2015.8.12	2022.8.11
	慈溪市新浦城镇建设发展公司	1.73	2018.8.16	2021.2.16
慈溪市胜山镇资产经营有限公司	0.74	2018.9.29	2019.9.29	
慈溪市掌韵投资有限公司	1.50	2017.12.27	2024.12.26	

慈溪小家电智造小镇建设投资有限公司	慈溪市周巷镇农业服务总公司	0.50	2018.1.14	2019.1.13
	慈溪市周巷城镇建设投资发展有限公司	0.30	2018.1.14	2019.1.13
慈溪市龙山城建投资开发有限公司	慈溪市慈东工业发展有限公司	0.98	2016.6.24	2019.6.24
慈溪市龙山镇自来水厂	慈溪市慈东工业发展有限公司	0.28	2018.11.22	2019.11.21
	慈溪市慈东工业发展有限公司	0.28	2018.11.28	2019.11.27
	慈溪市慈东工业发展有限公司	0.24	2018.12.5	2019.12.4
慈溪市胜山惠农农业服务有限公司	慈溪市商贸集团有限公司	0.90	2016.6.28	2019.11.7
慈溪徐龙进出口有限公司	慈溪市商贸集团有限公司	0.34	2017.2.24	2020.2.23
徐龙食品集团有限公司	慈溪市商贸集团有限公司	1.35	2016.3.10	2019.3.9
合计		24.75	-	-

资料来源：慈溪国控

(2) 现金流分析

2018年，该公司拆迁和安置房的投入规模减少，购买商品、接受劳务支付的现金同比减少47.26%为41.03亿元，同期，经营性现金流中往来款净流入增大，致使2018年经营性现金流转为净流入，规模为1.80亿元；当年公司基础设施建设项目投入有所减少，但规模仍较大，投资活动现金净流出15.98亿元。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，在上年融入大量资金的情况下，2018年公司外部筹资力度有所减弱，筹资活动产生的现金流量净额降至18.34亿元。

2019年第一季度，该公司项目建设投入继续推进，非筹资环节现金呈现净流出，为-16.30亿元；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27.73亿元，可完全弥补资金缺口。

(3) 资产质量分析

随着土地资产的划入，该公司资产规模明显扩大，2018年末达1004.75亿元，较上年末增长25.31%。同年末公司非流动资产总额为359.67亿元，较上年末大幅增长87.65%，占到资产总额的35.80%。其中无形资产同比大幅增长1059.75%，主要是本期无偿划出3.77亿元土地使用权的同时无偿划入183.61亿元³土地使用权所致，政府无偿划入的土地作为注资，均为农业用地，用于农业开发；随着在建项目的完工转出，期末在建工程减少13.93%至94.43亿元，而公司固定资产和投资性房地产余额分别增长14.94%、2.47%至35.35亿元、24.10亿元，完工项目主要是两道办工程、青少年宫北延工程、东南骨干项目、三北大街西延工程、慈溪旧城区区域改造等项目，此外，2018年在建工程中部分项目科目调整至存货。

该公司2018年末流动资产为645.08亿元，较上年末增长5.72%。公司流动资产主要由存货、其他应收款和货币资金构成，年末占总资产的比重分别为40.30%、13.72%和8.43%。其中，存货404.94亿元，主要由计入开发产品的已完工安置小区、道路和计

³ 为贯彻落实《关于全面深化国资国企改革的意见》（慈党[2018]7号），做大慈溪市国有企业资产规模，根据市政府第18次常务会议纪要（[2018]6号）精神，慈溪市国资办将价值196.03亿元的土地使用权分别划入公司下属8家子公司，其中，183.52亿元土地使用权入账无形资产，12.51亿元土地使用权入账存货，划入土地均为农业用地，用于农业开发。

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 33.90% 和 65.34%；较上年末增长 19.70% 主要系新增项目投入、在建工程调转及划入的部分土地所致。随着往来款的回收，期末其他应收款 137.90 亿元，同比减少 21.99%，主要是市属企业单位之间形成的往来款项，目前已形成较大规模，年末主要欠款单位包括慈溪市经汇投资发展有限公司、慈溪市商品市场物流园区管委会、慈溪市交通运输局、慈溪市慈汇投资有限公司和慈溪市住房和城乡建设局，期末余额分别为 31.00 亿元、18.79 亿元、16.32 亿元、11.66 亿元和 10.21 亿元。货币资金余额为 84.72 亿元，因当期融入资金尚未全部投入使用而较上年末增长 19.20%，其中因质押、保证金等受限 9.48 亿元，可用货币资金为 75.24 亿元。

2019 年 3 月末，该公司资产规模增长 2.98% 至 1034.69 亿元，其中货币资金随着融资力度加大而进一步增长至 96.14 亿元。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 415.47 亿元和 96.53 亿元，分别较上年末增加 10.53 亿元和 2.10 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，由于流动负债规模上升，该公司账面流动性指标有所下降，2018 年及 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 258.77% 和 280.74%；现金比率分别为 33.99% 和 40.40%。但公司流动资产中项目成本及与其他市属单位及企业的往来款占比较高，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，2018 年末可用货币资金余额为 75.24 亿元，可为即期债务的偿付提供一定保障。

图表 7. 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 (%)	281.51	348.24	258.77	280.74
现金比率 (%)	127.85	143.59	91.01	100.59
现金比率 (%)	30.63	40.57	33.99	40.40

资料来源：根据慈溪国控所提供资料整理、绘制。

截至 2018 年末，该公司受限资产总额为 64.16 亿元，占总资产的比重为 6.38%，占净资产的比重为 15.81%，主要是土地、房产等用于借款抵质押。

图表 8. 截至 2018 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
货币资金	9.48	质押、保证金、债券监管户
存货	12.04	抵押/质押借款
固定资产	0.73	抵押借款
投资性房地产	0.76	抵押借款
无形资产	40.50	抵押/质押借款
在建工程	0.65	抵押借款
合计	64.16	-

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，2018 年该公司营业毛利持续为负，但亏损额较上年减少 1.36 亿元至 1.24 亿元。期间费用方面，2018 年公司期间费用为 6.44 亿元，同比减少 2.57%，期间费用率为 27.94%，期间费用负担仍较重。其中，因公司下属子公司增加，管理费用较高，2018 年为 3.40 亿元；同期，公司财务费用为 2.25 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城建项目实施主体，可持续获得政府补助收入，2018 年获得政府补助 12.21 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，主要入账财务费用及其他收益，弥补了公司营业环节的亏损。2018 年，公司实现利润总额和净利润分别为 1.21 亿元和 1.01 亿元，分别同比增长 10.09% 和 16.03%。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.47% 和 0.31%，获利能力欠佳。

2019 年第一季度，该公司营业亏损 0.95 亿元，由于政府补助一般在年底核算，当期收到的政府补助较少，净亏损额为 2.30 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

该公司作为慈溪市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，业务具有区域专营性，且较为分散。跟踪期内，公司公交运输、粮食销售等偏公益性业务效益仍欠佳，保障房销售亏损幅度有所缩减，加之新增煤气销售收入，公司整体营收规模略有下滑，不过经营亏损明显收窄。得益于大规模的土地资产注入，公司权益资本增厚，财务杠杆水平仍可控。同时，公司货币资金较为充裕，融资渠道较畅通，加之持续的股东支持，可对债务偿付提供保障。

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，2018 年公司在基建项目建设补助、交通运营补亏资金、债券贴息、粮食收储补助等方面获得财政补贴达合计 12.21 亿元；且公司与银行保持良好合作关系，截至 2018 年末共获得各类银行授信 448.97 亿元，剩余授信额度 57.64 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 慈溪国控债由中国投融资担保股份有限公司（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。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。中投保公司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，中投保公司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 2018 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。

图表 9. 截至 2018 年末中投保公司前五大股东持股情况

序号	股东名称	持股数（亿股）	出资比例（%）
1	国家开发投资公司	21.24	47.20
2	CITIC Capital Guaranty Investments Limited	5.01	11.14
3	建银国际金鼎投资（天津）有限公司	4.97	11.05
4	CDH Guardian (China) Limited	4.50	10.00
5	Tetrad Ventures Pte Ltd	3.43	7.62
合计：		39.15	87.01

资料来源：中投保公司

截至 2018 年末，中投保公司经审计的合并口径资产总额为 204.53 亿元，净资产为 101.27 亿元；当年实现营业总收入⁴28.74 亿元，其中担保业务净收入 5.69 亿元，投资收益 22.23 亿元，净利润 18.61 亿元。2018 年中投保公司担保业务发生额为 146.19 亿元；当年末在保余额（不含受托类担保业务）为 678.98 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，中投保公司仍需持续加强风险控制能力。

2018 年，中投保公司深入业务结构调整，控制公共融资类担保业务节奏，同时随着保本投资类担保业务和公共融资类担保业务大量到期解保，其当年末担保余额显著下降，短期内存量业务规模呈收缩态势。中投保公司金融产品担保占比较高，担保期限长，

⁴ 营业总收入包含已赚保费、投资收益、公允价值变动收益、汇兑损益和其他业务收入。

担保金额大，集中度偏高。随着钢贸担保业务的清理和业务结构的调整，中投保公司代偿规模大幅度下降。受益于较充分的反担保措施及严格的保后管理措施，公司追偿效果较好，整体担保资产质量仍较好。

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

17 慈溪债由中证信用增进提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。中证信用增进于 2015 年 5 月 27 日在深圳注册成立，经中国证监会同意设立，深圳市金融办批准，并先后加入中国证券业协会、中国银行间市场交易商协会、中国互联网金融协会，接受其自律管理的专业信用服务机构。成立之初，公司股本为 33.00 亿元，后经增资，截至 2016 年末股本增至 41.00 亿元。2017 年，公司先后以每股 1.2 元和每股 2.5 元的价格增发 4098.00 万股和 4.45 亿股股份，合计新增股本 48,598 万股。截至 2018 年末，公司实收资本为 45.86 亿元，股权结构如下表。

图表 10. 中证信用增进股权结构（单位：亿元、%）

序号	股东名称	持股金额	持股比例
1	东吴证券股份有限公司	2.25	4.91
2	安信证券股份有限公司	2.00	4.36
3	东方证券股份有限公司	2.00	4.36
4	光大证券股份有限公司	2.00	4.36
5	广发证券股份有限公司	2.00	4.36
6	国泰君安证券股份有限公司	2.00	4.36
7	国元证券股份有限公司	2.00	4.36
8	中泰证券股份有限公司	2.00	4.36
9	中国人保资产管理有限公司	2.00	4.36
10	中国人民保险集团股份有限公司	2.00	4.36
合计		20.25	44.15

资料来源：中证信用增进（截至 2018 年末）

截至 2018 年末，中证信用增进经审计的财务报表口径资产总额为 97.31 亿元，股东权益为 60.80 亿元；当年实现各项营业收入 5.98 亿元，其中增信业务收入 3.21 亿元，投资收益 4.92 亿元，净利润 3.31 亿元。

中证信用增进是经中国证券监督管理委员会同意设立，经深圳市金融办批准，由多家大型证券公司、保险公司、政府投资平台、互联网公司机构共同出资设立的全国性专业信用服务机构。公司具有多元化的股东结构，且股东普遍实力较强，能够在公司未来发展过程中发挥协同效应，并在资本补充方面提供有力支持。公司引领资本市场信用生态体系建设，战略定位清晰，能获得监管机构和国家政策支持。此外，国内资本市场的发展和信用增进机构的缺失为公司提供了广阔的发展空间。

值得关注的是，2017 年以来，我国《融资担保公司监督管理条例》及其配套政策出台，在规范融资担保业务经营方面均做了细化要求。在强调协调避免监管套利的思路下，对信用增进行业相关监管制度的规范建立具有指导意义，公司增信业务结构或将受到影

响。此外，在我国债券市场信用风险的逐步释放，信用违约事件频发的背景下，公司面临的市場风险、投资风险和流动性风险有所加大，未来对公司的信用风险识别能力及投资判断能力均提出更高要求。

整体来看，中证信用增进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

跟踪期内，慈溪市经济保持增长为该公司提供了良好的外部环境，作为慈溪市重要的投融资主体，继续得到政府在资产注入、项目支持及政府补贴等方面的支持；此外，公司保障房销售仍处于亏损状态，同时较多的公益性业务也未呈现经营效益，公司主要依赖政府补助实现盈利；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，资金回收时日不确定，资产流动性偏弱；项目建设沉淀了大量的有息债务，债务负担较重，同时即期债务规模也有上升。公司下属子公司数量较多，且主要业务由子公司各自负责，对公司管理能力的要求较高。

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，17 慈溪债由中证信用增进提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，进一步增强了 12 慈溪国控债及 17 慈溪债的安全性。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）慈溪市经济及产业发展状况；（2）该公司政府性项目结算安排及资金实际回笼情况；（3）公司后续项目建设投入进度及项目资金匹配情况；（4）公司保障房销售进度以及亏损规模；（5）公司刚性债务偿付安排；（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。

附录一：

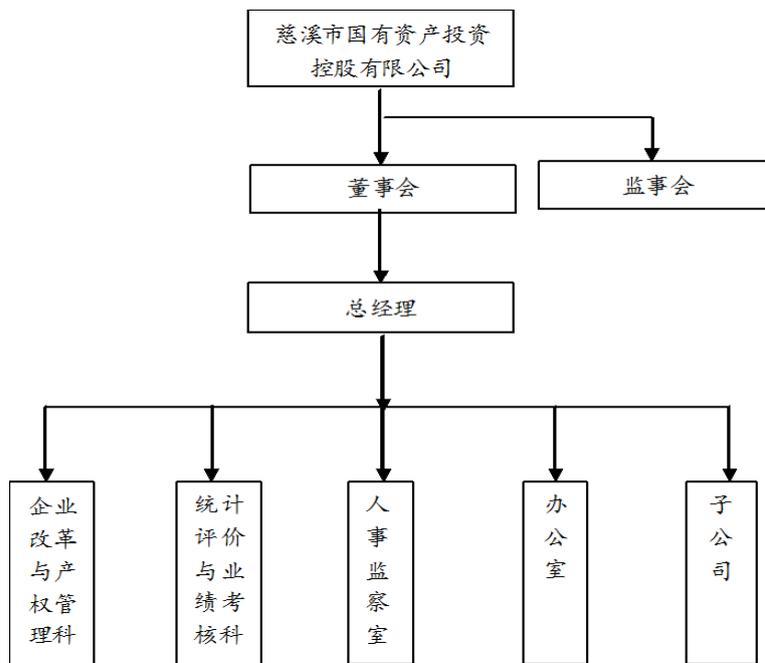
公司与实际控制人关系图



注：根据慈溪国控提供的资料绘制（截至 2019 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 2019 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]	2016年	2017年	2018年	2019年 第一季度
资产总额 [亿元]	654.92	801.84	1,004.75	1,034.69
货币资金 [亿元]	50.69	71.08	84.72	96.15
刚性债务[亿元]	364.80	459.21	500.51	534.85
所有者权益 [亿元]	211.60	249.70	405.82	403.47
营业收入[亿元]	12.46	23.37	23.05	4.23
净利润 [亿元]	0.92	0.87	1.01	-2.30
EBITDA[亿元]	7.25	8.35	7.37	—
经营性现金净流入量[亿元]	-35.83	-53.51	1.80	-10.87
投资性现金净流入量[亿元]	-30.69	-23.98	-15.98	-5.43
资产负债率[%]	67.69	68.86	59.61	61.01
长短期债务比[%]	167.91	215.12	140.26	165.25
权益资本与刚性债务比率[%]	58.01	54.38	81.08	75.44
流动比率[%]	281.51	348.24	258.77	280.74
速动比率 [%]	127.85	143.59	91.01	100.59
现金比率[%]	30.63	40.57	33.99	40.40
利息保障倍数[倍]	0.22	0.19	0.15	—
有形净值债务率[%]	219.27	237.94	283.97	302.67
担保比率[%]	5.92	8.30	6.10	—
毛利率[%]	-6.74	-11.12	-5.39	-22.33
营业利润率[%]	-42.44	4.21	5.74	-54.89
总资产报酬率[%]	0.58	0.62	0.47	-0.22
净资产收益率[%]	0.48	0.38	0.31	-0.57
净资产收益率*[%]	0.48	0.39	0.30	-0.57
营业收入现金率[%]	132.39	97.02	100.20	56.80
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	-22.89	-31.41	0.85	-4.46
经营性现金净流入量与负债总额比率[%]	-8.71	-10.75	0.31	-1.77
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-42.49	-45.49	-6.68	-6.69
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-16.16	-15.57	-2.46	-2.65
EBITDA/利息支出[倍]	0.46	0.34	0.25	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.02	0.02	0.02	—

注：表中数据依据慈溪国控审计的 2016-2018 年度及未经审计的 2019 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	2016年	2017年	2018年
财务数据与指标：			
注册资本（亿元）	45.00	45.00	45.00
股东权益（亿元）	66.64	100.29	101.27
总资产（亿元）	130.47	191.65	204.53
风险准备金（亿元）	14.96	14.48	12.97
担保业务收入（亿元）	6.81	6.49	5.69
营业利润（亿元）	8.14	8.92	20.97
净利润（亿元）	5.99	6.85	18.61
营业利润率（%）	64.14	66.82	290.55
平均资本回报率（%）	9.27	9.55	22.92
担保放大倍数（倍）	28.12	12.60	-
风险调整融资性担保放大倍数（倍）	4.06	2.39	4.25
资本充足率（%）	3.56	7.93	14.91
代偿保障率（%）	1.31	15.72	68.17
现金类资产比率（%）	2.59	9.70	12.59
担保业务：			
担保发生额（亿元）	554.22	168.30	146.19
担保余额（亿元）	1873.82	1263.98	678.98
当期担保代偿率（%）	0.15	0.07	0.00
累计担保代偿率（%）	0.11	0.10	0.10
代偿回收率（%）	45.59	54.64	【】
当期代偿损失率（%）	0.00	0.00	0.00

注 1：根据中投保经审计的 2016-2018 年财务数据及期间相关业务数据整理、计算；

注 2：2017-2018 年末，中投保股东权益中包括 25.15 亿元的可续期公司债券；

注 3：中投保根据《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：

担保方中证信用增进主要财务数据及指标表

项目	2016年	2017年	2018年
财务数据与指标：			
股东权益（亿元）	44.36	59.68	60.80
风险准备金（亿元）	0.33	0.94	2.24
总资产（亿元）	63.65	110.91	97.31
增信业务收入（亿元）	1.46	1.94	3.21
投资收益（亿元）	2.61	4.24	4.92
营业利润（亿元）	2.60	3.41	4.41
净利润（亿元）	2.20	2.96	3.31
营业利润率（%）	59.28	51.18	41.54
平均资本回报率（%）	5.07	5.70	5.50
风险准备金充足率（%）	0.15	0.20	0.51
增信责任放大倍数（倍）	4.78	8.03	7.18
资本充足率（%）	20.90	12.46	13.92
代偿保障率（%）	52.42	68.91	20.22
现金类资产比率（%）	24.71	31.07	2.08
增信业务：			
增信责任余额(亿元)	212.19	479.00	436.77
累计增信率（%）	-	-	-
累计代偿回收率（%）	-	-	-
累计代偿损失率（%）	-	-	-

注：根据中证信用增进经审计的 2016-2018 年财务报表以及相关期间业务数据整理计算。

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 7:

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。