



2020年宁波市奉化区投资有限公司绿色债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

让评级彰显价值



信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

2020年宁波市奉化区投资有限公司绿色债券2023年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
20 奉化绿色债 /G20 奉化	AA+	AA+

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：奉化区工业实力较强，旅游资源丰富，经济实力持续增强，宁波市奉化区投资集团有限公司¹（以下简称“奉化投资”或“公司”）仍是奉化区核心的城市建设和国有资产运营主体，在区内具备一定竞争优势，目前各板块项目储备丰富，业务多元化程度高且持续性好，奉化区政府部门在资金注入、财政补贴等方面继续给予公司大力支持；但同时中证鹏元也关注到，公司债务规模快速扩张，杠杆水平攀升，偿债指标表现仍较弱，面临较大的短期偿付压力，而资产在项目成本和往来款中沉淀加重，流动性进一步走弱，并且仍面临一定的或有负债风险。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司在未来较长时期内将维持现有平台地位，且基础设施建设、房产销售和土地开发等业务持续性较好，并仍有望持续获得较大力度的外部支持。

评级日期

2023年06月27日

联系方式

项目负责人：朱琳艺
zhuly@cspengyuan.com

项目组成员：徐宁怡
xuny@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	699.83	650.85	558.22	603.51
所有者权益	227.38	229.42	222.15	227.15
总债务	408.56	351.99	291.51	279.41
资产负债率	67.51%	64.75%	60.20%	62.36%
现金短期债务比	0.57	0.56	0.60	0.65
营业收入	6.32	37.02	22.20	25.63
其他收益	0.31	1.61	2.03	1.37
利润总额	0.13	2.60	1.90	1.77
销售毛利率	3.67%	9.67%	10.99%	12.79%
EBITDA	--	3.86	3.11	2.99
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.22	0.25
经营活动现金流净额	-35.55	-43.85	-8.33	2.92

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

¹ 公司原名为宁波市奉化区投资有限公司，2020 年更名为宁波市奉化区投资集团有限公司。

优势

- **奉化区工业实力较强，旅游资源丰富，经济实力持续增强。**奉化区隶属于宁波市，主导产业包括气动元件、电子信息、汽车零部件、服装服饰、厨卫家居等，并拥有溪口-滕头风景区（国家 5A 级景区）等较为丰富的旅游资源。近年奉化区经济实力持续增强，2022 年 GDP 达 907.28 亿元，固定资产投资有力拉动了经济增长。
- **公司业务结构仍较为多元，各板块项目储备丰富，可保障业务持续经营。**公司仍是奉化区核心的城市建设及国有资产运营主体，主要业务包括代建、房产销售、土地开发以及保安及人力服务，多元化程度较高，可在一定程度上分散经营风险。截至 2022 年末，公司安置房及基础设施项目、土地开发项目储备均较为充足，亦持有一定规模的商品房产项目，同时待结算项目成本规模较大，未来业务持续性仍较好。
- **奉化区政府部门在资金注入、财政补贴等方面继续给予公司大力支持。**2022 年，宁波市奉化区国有资产管理中心（以下简称“奉化区国资中心”）、奉化区财政局等通过专项资金注入、债券转增资本等方式显著扩充了公司的资本实力，同期公司继续获得一定规模的政府补助，利润水平得到有效提升。

关注

- **公司债务规模快速扩张，杠杆水平攀升，偿债指标表现仍较弱，面临较大的短期偿付压力。**由于项目建设带来持续的融资需求，公司总债务规模增长较快，2023 年 3 月末资产负债率已攀升至 67.51%，且现金短期债务比和 EBITDA 利息保障倍数表现仍较弱。考虑到公司目前面临较大的项目资金缺口，而主营业务盈利能力较弱，预计未来外部融资需求仍较大。
- **公司资产在项目成本和往来款中沉淀加重，流动性进一步走弱。**由于公司工程代建、土地开发等项目结算进度较慢，使得项目投资成本进一步积聚，仍主要集中于存货、在建工程和其他非流动资产中，同时公司与区域内国有企业的资金往来占款规模大幅增加，资产集中变现能力较弱。
- **面临一定的或有负债风险。**截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额合计为 99.07 亿元，占同期末所有者权益的比重为 43.57%，公司担保对象均为国有企业，但均未设置反担保措施，考虑其对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

公司名称	职能定位及业务	总资产	所有者权益	营业收入
奉化投资	奉化区基础设施建设、安置房建设和土地开发业务	650.85	229.42	37.02
奉化城投	奉化区安置房及基础设施建设主体	295.16	101.47	12.07
宁南新城开发	主要负责宁南贸易物流区的基础设施建设、土地整理等业务	154.58	75.85	12.04
雪窦开发	主要承担奉化区西部区域及溪口风景区的开发建设	154.13	64.53	5.40
奉化农发	奉化区新农村建设投资开发	156.91	57.05	11.02
奉化交投	奉化区交通基础设施建设	113.99	48.77	12.48

注：（1）奉化城投为宁波市奉化区城市投资发展集团有限公司的简称、宁南新城开发为宁波宁南新城开发投资有限公司的简称、雪窦开发为宁波市雪窦开发投资集团有限公司的简称、奉化农发为宁波市奉化区农商发展集团有限公司的简称、奉化交投为宁波市奉化区交通投资发展集团有限公司的简称；（2）以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：iFind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
城投公司信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

外部特殊支持评价方法和模型

[cspy_ffmx_2022V1.0](#)

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
区域状况	区域状况评分	5/7	城投经营&财务状况	经营状况	7/7
	区域状况初始评分	5/7		财务状况	4/7
	行政层级	2/5			
调整因素	ESG 因素				0
	审计报告质量				0
	不良信用记录				0
	补充调整				0
个体信用状况					aa-
外部特殊支持					2
主体信用等级					AA+

注：以上指标评分越高代表表现越好；行政层级的 1-5 分分别代表乡级、县级、市级、副省级、省级行政区。

个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

外部特殊支持

- 公司是奉化区核心的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，奉化区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在公司与奉化区政府的联系非常紧密以及对奉化区政府非常重要。同时，中证鹏元认为奉化区政府提供支持的能力很强，主要体现在很强的经济实力、财政实力和偿债能力。

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA+/稳定	20 奉化绿色债/G20 奉化：AA+	2022-6-28	葛庭婷、徐铭远	城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2019V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA+/稳定	20 奉化绿色债/G20 奉化：AA+	2020-03-16	党雨曦、田珊	城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff_2018V1.0) 、 城投公司主体长期信用评级模型 (py_ff_2015V1.0)	阅读全文
AA/稳定	12 奉化债：AA	2012-4-19	李飞宾、刘洪芳	-	阅读全文

本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
20 奉化绿色债/G20 奉化	10.00	8.00	2022-06-28	2027-04-24

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、债券募集资金使用情况

公司于2020年4月发行7年期10.00亿元公司债券（“20奉化绿色债/G20奉化”），募集资金计划3.31亿元用于奉化区方桥污水管网工程，1.93亿元用于沿海供水二期工程，4.76亿元用于补充营运资金。“20奉化绿色债/G20奉化”债券3个募集资金专项账户余额分别为：23.11万元（截至2023年5月31日）、40.66万元（截至2023年6月14日）、22.28万元（截至2023年6月15日）。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变更。2022年6月，公司少数股东之一国开发展基金有限公司将其所持0.93%的股权转让给奉化区国资中心，由此退出对公司的投资。截至2023年3月末，公司注册资本和实收资本仍为151,580.00万元，控股股东和实际控制人仍为奉化区国资中心，持股比例增至90.10%，此外，浙江省财务开发有限责任公司仍持有9.90%的股权，公司股权结构图见附录二。

公司仍是奉化区基础设施投资与资产管理的核心主体，主要承担奉化区内的基础设施建设、安置房建设和土地开发任务等项目，仍具备一定的区域竞争优势。2022年公司新增纳入合并报表范围子公司5家，不再纳入合并范围子公司1家。截至2022年末，公司合并范围内子公司共27家，详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
宁波国丰科技有限公司	70.00%	150,000.00	信息传输、软件和信息技术服务业	新设
宁波市奉化龙大锦屏置业有限公司	100.00%	10,000.00	房地产业	新设
宁波市尚臻建设有限公司	100.00%	5,000.00	建筑业	新设
宁波鼎新设备租赁有限公司	70.00%	10,000.00	租赁和商务服务业	新设
宁波锦雨商业经营管理有限公司	100.00%	10,000.00	租赁和商务服务业	新设
2、不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
宁波奉化经开企业管理有限公司	100.00%	10,000.00	商务服务业	股权划出

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧

2020 年，为了缓解经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。3 月，国资委印发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国资发财评规[2021]18 号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》（国发[2021]5 号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。

2022年，经济下行压力加大，稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月，央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”，但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月，财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》，要求守住不发生系统性风险的底线，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。6月，国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》（国办发[2022]20号），要求加强地方政府债务管理，明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级，降低市县偿债负担，有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”，推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一，并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”，“坚决遏制增量、化解存量”，“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险，加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看，此政策背景下，城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧，优质地区、高级别城投债依然受市场追捧；对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区，以及其他低评级为主的地区，未来融资难度上升，或面临较大流动性和偿债压力；而对于实力偏弱、债务高企地区而言，非标违约事件可能持续增加，非标违约所涉地区范围扩大。

区域经济环境

宁波市区位和交通优势显著，人口吸附能力较强，港口及金融资源丰富，经济实力强；此外，宁波市产业较为丰富，在汽车、化工、航运、纺织服装、新材料、高端装备、电子信息等领域具有优势，上市公司数量较多，工业经济发展较好

区位特征：宁波市区位和交通优势显著，人口吸附能力较强，港口及金融资源丰富。宁波隶属浙江省，系副省级市、计划单列市，是我国东南沿海重要的港口城市，也是长江三角洲南翼经济中心，下辖6个区（海曙、江北、镇海、北仑、鄞州、奉化）、2个县（宁海、象山）以及2个县级市（慈溪、余姚），全市陆域总面积9,816平方公里，海域总面积为8,355.8平方公里。2022年末宁波市常住人口为961.8万人，较2010年第六次全国人口普查的760.57万人，净增加201.23万人，较上年末净增加7.4万人，人口吸附能力较强。宁波是浙江东部的交通枢纽，萧甬铁路复线和甬台温铁路为宁波的主干铁路，北仑线、洪镇线、余慈线、白沙线为支线，外连浙赣线、沪杭线，接通中国的铁路网，高铁50分钟可达杭州，2小时可达上海。此外，杭甬高速公路、甬台温高速公路、甬金高速公路、甬舟高速公路、甬台温复线高速、穿山疏港高速等多条高速公路穿境而过。航运方面，宁波市拥有集内河港、河口港和海港于一体的现代化深水大港——宁波港，截至2022年年底，宁波港域拥有万吨级及以上港口泊位118个，码头前沿最大水深27.5米，是浙江省乃至华东地区海运远洋贸易的集散地和物流中心。航空方面，宁波市拥有宁波栎社国际机场。金融资源方面，2022年末宁波市拥有银行业金融机构67家，其中政策性银行3家，

大型银行6家，股份制商业银行12家，城市商业银行13家，外资银行7家，2022年末金融机构本外币存款余额与贷款余额分别为3.13万亿元和3.30万亿元，同比分别增长15.05和13.6%，地方金融资源丰富。此外，宁波文化旅游资源丰富，拥有天一阁月湖景区、溪口风景区等5A级景区，以及松兰山、保国寺等37处4A级景区，省级以上旅游度假区9处，其中国家级旅游度假区1处，2022年全市接待国内游客5,083.6万人次，同比下降1.4%，实现国内旅游收入775.6亿元，同比下降5.3%。

经济发展水平：宁波市GDP在全国各市中位列第12位，经济实力强，人均GDP水平高，出口仍一定程度拉动了经济增长。近年宁波市经济持续增长，2022年实现GDP15,704.30亿元，在浙江省居第二位，居全国第12位，按常住人口计算，宁波市2022年人均GDP为16.39万元，为同期全国平均水平的191.27%，整体经济实力强，经济发展水平高。2022年宁波市三次产业结构为2.4:47.2:50.4，第二及第三产业占比较高。从经济驱动因素来看，近年宁波市固定资产投资增速总体较高，2022年全市固定资产投资增速达10.4%，其中制造业、高新技术产业、基础设施投资同比增速分别达14.8%、17.6%和14.1%，房地产投资增速较低，仅为2.7%；消费方面，2022年宁波市社会消费品零售总额同比增速达5.3%，较上年有所下滑；对外贸易规模持续增长，2022年外贸自营进出口总额同比增速达6.3%，较上年有较明显下滑，其中出口总额为8,230.6亿元，同比增长8.0%，对经济增长仍起到一定拉动作用。

表2 2022年浙江省部分地市经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入	政府性基金收入
杭州市	18,753.00	1.5%	15.26	2,450.61	3,202.24
宁波市	15,704.30	3.5%	16.39	1,680.13	1,205.03
温州市	8,029.80	3.7%	8.31	573.85	1,156.56
绍兴市	7,351.00	4.4%	13.75	540.09	727.73
嘉兴市	6,739.45	2.5%	12.18	596.47	855.02
金华市	5,562.47	2.5%	7.81	489.16	838.85
湖州市	3,850.00	3.3%	11.29	387.30	546.19
舟山市	1,951.30	8.5%	16.68	156.15	82.72

注：“-”表示数据未公开披露。

资料来源：各政府网站、DM，中证鹏元整理

表3 宁波市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	15,704.3	3.5%	14,594.9	8.2%	12,408.7	3.3%
固定资产投资	-	10.4%	-	11.0%	-	5.5%
社会消费品零售总额	4,896.7	5.3%	4,649.1	9.7%	4,238.3	-0.7%
外贸自营进出口总额	12,671.3	6.3%	11,926.1	21.6%	9,786.9	6.7%
人均 GDP（万元）	16.39		15.39		13.19	
人均 GDP/全国人均 GDP	191.27%		190.08%		182.13%	

注：“-”表示数据未公开披露。2020年人均GDP以当年GDP除以第七次全国人口普查的常住人口计算得出。

资料来源：宁波市 2020-2022 年国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

产业情况：宁波市产业较为丰富，在汽车、化工、航运、纺织服装、新材料、高端装备、电子信息等领域具有优势，上市公司数量较多，工业经济发展较好。宁波市产业较为丰富，在汽车、化工、航运、纺织服装等领域具有优势，同时积极培育发展新材料、高端装备、电子信息等产业，拥有宁波经济技术开发区、宁波保税区、大榭开发区、宁波出口加工区、宁波国家高新技术产业开发区、宁波石化经济技术开发区、宁波梅山保税港区、杭州湾新区等多个国家级开发区。截至 2023 年 1 月 29 日，宁波市的 A 股上市公司达 114 家，在浙江省内仅次于杭州，其中宁波银行、公牛集团、宁波港、拓普集团、锦浪科技市值超 500 亿元，此外港股上市公司中申洲国际、舜宇光学科技市值较大。汽车产业方面，宁波市拥有 4,000 多家汽车零部件企业，其中规上企业 600 家左右，A 股上市的汽车制造业企业达十余家，包括拓普集团、均胜电子、旭升股份、宁波华翔、爱柯迪等；化工产业主要企业包括镇洋发展、长鸿高科等上市公司；航运领域方面，宁波港口优势显著，2022 年宁波舟山港完成货物吞吐量 12.5 亿吨，比上年增长 2.1%，连续 14 年蝉联世界首位，其中宁波港域完成吞吐量 6.4 亿吨，同比增长 2.2%；宁波舟山港完成集装箱吞吐量 3,335.1 万标箱，同比增长 7.3%，系全球第三大集装箱港，其中宁波港域完成集装箱吞吐量 3,077.8 万标箱，同比增长 4.8%；纺织服装企业主要上市公司包括雅戈尔、百隆东方、太平鸟等。2022 年宁波市实现工业增加值 6,681.7 亿元，同比增长 3.3%，其中规模以上工业增加值同比增长 3.8%，其中汽车制造业、化学原料业 2022 年工业增加值同比增速分别为 14.5% 和 24.8%。

宁波市围绕“246”万亿级产业集群发展，力争到 2025 年，在全市范围内培育形成绿色石化、汽车 2 个万亿级产业集群，高端装备、新材料、电子信息、软件与新兴服务 4 个五千亿级产业集群，关键基础件（元器件）、智能家电、时尚纺织服装、生物医药、文体用品、节能环保 6 个千亿级产业集群，2022 年末全市“246”万亿级产业集群拥有规模以上工业企业 7,621 家，当年实现增加值 4,359.5 亿元，同比增长 5.3%，2022 年宁波市新增国家级制造业单项冠军企业（产品）20 家，累计达 83 家，居全国城市首位，新增国家级专精特新“小巨人”101 家，累计 283 家，居全国城市第四位。

发展规划及机遇：2019 年国务院正式印发《长江三角洲区域一体化发展规划纲要》，长三角一体化发展上升为国家战略，推动杭州都市圈与宁波都市圈紧密对接和分工合作，实现杭绍甬一体化，在推动长三角一体化发展中面临较好的发展前景和机遇。

财政及债务水平：2022 年宁波市一般公共预算收入略有下降，财政收入质量及财政自给水平均较好。2022 年，宁波市实现一般公共预算收入 1,680.13 亿元，同比下降 2.5%，扣除留抵退税因素后同比增长 5.1%，近三年税收收入占比均在 82% 以上，财政收入质量较好，2022 年宁波市财政自给率较上年有所下滑，但仍处于较高水平，自给能力较强。受土地市场景气度下行及集中供地政策的影响，近年宁波市政府性基金收入持续下降。区域债务方面，近年宁波市地方政府债务余额持续扩张，2022 年末规模为 2,885.49 亿元，较 2020 年末增长 33.50%。

表4 宁波市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022年	2021年	2020年
一般公共预算收入	1,680.13	1,723.14	1,510.84
税收收入占比	82.28%	85.22%	83.20%
财政自给率	76.80%	88.62%	86.73%
政府性基金收入	1,205.03	1,594.59	1,836.79
地方政府债务余额	2,885.49	2,548.66	2,161.48

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：宁波市财政预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

奉化区正加快融入宁波城市经济体系，近年经济实力持续增强，主导产业包括气动元件、电子信息、汽车零部件、服装服饰、厨卫家居等，产业结构有待优化；近年土地出让收入持续收缩，区域财政压力加大

区位优势：奉化区交通较为便利，并加快融入宁波城市经济体系，旅游资源较为丰富。2016年国务院批复同意撤销县级奉化市，设立奉化区，宁波轨道交通3号线延伸至奉化城区，加快了奉化区融入宁波城市经济体系的步伐。奉化区位于宁波市南部，东濒象山港、隔港与象山县相望，南连宁海县，西接新昌县、嵊州市和余姚市，北交海曙区、鄞州区，全区陆域面积1,277平方公里，海域面积91平方公里，海岸线长63公里，下辖4镇8街道，2022年末奉化区常住人口为58.6万人，户籍人口47.66万人，人口呈现净流入状态。交通方面，奉化区建有高铁站，并形成了甬台温铁路和甬台温高速、甬金高速为脊梁的交通网络，高铁至宁波站仅17分钟，至杭州约75分钟，交通总体较为便利。此外，奉化区旅游资源较为丰富，境内的溪口-滕头风景区是宁波首个国家5A级景区，此外还拥有2个4A级景区、5个3A级景区，2022年，奉化区全年接待国内外游客493.67万人次，同比增长3.2%，实现旅游总收入70.30亿元，同比下降2.3%，在2022年全国旅游行业低迷的情况下，奉化区旅游业表现出较强的韧性。

经济发展水平：奉化区经济实力虽在宁波市各区县中处于中等偏下，但经济发展水平仍远高于全国，近年经济实力持续增强，其中固定资产投资是拉动经济增长的重要引擎。近年奉化区GDP持续增长，经济结构以第二产业为主，第三产业次之。2022年奉化区GDP达907.28亿元，同比增长2.40%，经济体量及增速在宁波市10个区县中分列第7和第8。其中，固定资产投资是拉动经济增长的重要力量，近年始终保持高速增长，2022年增速位列全市第三，其中工业投资表现亮眼，同比增长30.8%。此外，即使面临国内外需求疲弱等挑战，2022年奉化区社零总额和进出口总额仍维持良好的增长势头。2022年，奉化区人均GDP是全国的1.8倍，经济发展水平较好。

房地产市场方面，2022年奉化区房地产交易持续降温，全年实现商品房销售面积117.86万平方米，下降19.3%，二手住房成交面积33.82万平方米，同比减少30.3%，但房地产投资仍增长7.0%，后市供给量仍较大，若销售端未见实质回暖，恐增加库存去化压力。

表5 宁波市各区县 2022 年经济财政指标情况（单位：亿元）

区域名称	GDP	GDP 增速	人均 GDP（万元）	一般公共预算收入
------	-----	--------	------------	----------

鄞州区	2,734.78	3.0%	16.45	279.60
北仑区	2,630.84	4.2%	29.93	424.13
余姚市	1,513.59	1.9%	11.97	120.74
海曙区	1,501.27	2.7%	14.19	117.06
镇海区	1,374.29	5.9%	26.63	93.70
奉化区	907.28	2.4%	15.48	69.30
江北区	860.32	4.9%	17.10	101.94
象山县	720.04	5.2%	12.50	60.82

注：宁波市大部分市辖区的土地出让收入归市级预算，故政府性基金收入未上表中列式；各区县人均GDP按当年GDP除以2022年常住人口计算。

资料来源：各区县2022年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告、政府网站等，中证鹏元整理

表6 奉化区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2022年		2021年		2020年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	907.28	2.4%	848.44	5.6%	685.77	3.4%
固定资产投资	448.60	13.7%	-	28.9%	-	15.1%
社会消费品零售总额	170.66	5.3%	162.14	6.3%	152.56	-0.2%
进出口总额	286.70	9.0%	262.91	21.2%	217.09	2.5%
人均GDP（万元）	15.48		14.53		11.87	
人均GDP/全国人均GDP	180.66%		179.44%		163.91%	

注：“-”表示数据未公布；2020年人均GDP以第七次全国人口普查的常住人口计算得出，2021-2022年人均GDP以当年末常住人口计算得出。

资料来源：2020-2022年奉化区国民经济和社会发展统计公报、2022年奉化区政府工作报告，中证鹏元整理

产业情况：奉化区以气动元件、电子信息、汽车零部件、服装服饰、厨卫家居等为主导产业，产业结构偏重传统制造业，2022年工业经济增长有所放缓，面临一定的产业转型升级压力。奉化区形成气动元件、电子信息、汽车零部件、服装服饰、厨卫家居等为主导的产业体系，是全国汽车零部件生产基地、国家气动元件集群示范基地、中国厨卫配件产业基地。2021年12月，奉化区提出“8100”产业集群发展目标，打造电子信息、新材料、新能源（节能环保产业）、气动元件、汽车零部件、智能家电、时尚纺织服装、生命（医疗）健康产业八个百亿级产业集群，其中汽车零部件和电子信息产业产值2022年均已迈入百亿级别。气动元件主要生产企业包括亚德客集团等，列入宁波市50亿级企业培育库；罗蒙集团则是纺织服装业的主要企业，列入宁波市100亿级企业培育库；此外，比亚迪35亿元新能源汽车项目及物产宁波新能源汽车配件大宗贸易中心项目落户奉化，为奉化区汽车零部件产业发展提供支撑。但是我们也关注到，奉化区产业结构中传统产业仍占据较大比重，受经济周期影响较大，2022年全区实现工业增加值仅同比微增0.2%，工业经济增长有所放缓，高技术制造业、新材料产业等新兴产业虽有所增长，但对工业经济的贡献仍显不足，产业结构有待优化。

财政及债务水平：近年奉化区一般公共预算收入有所波动但幅度尚可，而2022年财政自给率出现下滑，政府性基金收入亦大幅下降，面临的财政平衡压力及债务压力大幅提升。近年奉化区一般公共预算

算收入有所波动，其中税收收入占比较高，总体财政收入质量较好，但 2022 年奉化区财政自给率降幅较大，财政收支平衡压力加大。因财政体制调整，2022 年奉化区土地出让收入纳入市级政府性基金收入管理，市级计提政策性资金后再以转移支付形式核拨至各区，故政府性基金收入核算中不再包括土地出让收入，但政府性基金预算收入下的上级转移支付大幅上升，总体来看，受房地产市场景气度下行的影响，近年奉化区土地出让收入连年下滑。与此同时，区域地方政府债务仍持续扩张，2020-2022 年期间复合增长率为 19.71%，债务压力持续提升。

表7 奉化区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2021 年	2020 年
一般公共预算收入	69.30	74.18	64.51
税收收入占比	78.67%	86.64%	85.96%
财政自给率	64.57%	78.59%	75.60%
政府性基金收入	9.73	196.76	268.60
政府性基金收入-上级转移支付	83.78	0.24	4.71
地方政府债务余额	167.46	131.59	116.85

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

资料来源：奉化区2020-2022年财政预决算报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至 2022 年末，奉化区已发债的主要投融资平台共 7 家，其中一级平台 6 家，分别是奉化投资、奉化城投、宁南新城开发、雪窦开发、奉化农发、奉化交投，控股股东均为奉化区国资中心。另外还有二级平台红胜开发，控股股东为奉化投资。

各平台定位方面，奉化投资和奉化城投主要负责奉化区的基础设施建设、安置房等业务，奉化交投负责区域内交通基础设施建设，奉化农发负责新农村建设开发，此外，宁南新城、雪窦开发、宁波市奉化区红胜开发建设有限公司（以下简称“红胜开发”）业务区域分别定位于宁南贸易物流区、奉化区西部区域及溪口风景区、奉化经开区范围内。

表8 奉化区主要城投平台情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	净资产	资产负债率	营业总收入	总债务	职能定位
奉化投资	奉化区国资中心	229.42	64.75%	37.02	291.51	奉化区基础设施建设、安置房建设和土地开发业务
奉化城投	奉化区国资中心	101.47	65.62%	12.07	102.28	奉化区安置房及基础设施建设主体
宁南新城开发	奉化区国资中心	75.85	50.93%	12.04	58.24	主要负责宁南贸易物流区的基础设施建设、土地整理等业务
雪窦开发	奉化区国资中心	64.53	58.13%	5.40	69.43	主要承担奉化区西部区域及溪口风景区的开发建设
奉化农发	奉化区国资中心	57.05	63.64%	11.02	74.6	奉化区新农村建设投资开发
奉化交投	奉化区国资中心	48.77	57.22%	12.48	48.62	奉化区交通基础设施建设
红胜开发	奉化投资	43.66	64.80%	5.38	51.28	主要负责奉化经开区的土地整理业务

注：上表中净资产、资产负债率、营业总收入为 2022 年数据，总债务为 2021 年数据。

资料来源：iFind、各平台公开评级报告、中证鹏元数据库，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司仍是奉化区核心的城市建设及国有资产运营主体，其中安置房业务销售规模较大，代建业务量充沛，整体业务竞争力较强，且业务体系仍较为多元，但盈利能力进一步走弱，且存在持续的资金支出压力

公司仍是奉化区核心的城市建设主体，主要承接区内基础设施建设、安置房建设和土地开发等项目，业务布局较为多元化。公司营业收入仍主要来自于房产销售业务、代建业务、保安及人力服务和土地开发业务，其中2022年存量安置房及商业地产项目集中销售，带动房产销售业务大幅提升，受此影响公司营业收入同比增长66.76%，但毛利率低位下行，盈利能力进一步走弱。

表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
房产销售	4.80	76.06	3.08	21.48	58.04	7.60	4.82	21.69	0.89
代建业务	-	-	-	7.70	20.81	14.68	6.36	28.67	15.75
保安及人力服务	1.13	17.95	1.67	4.14	11.18	3.36	3.58	16.13	4.21
土地开发	-	-	-	2.78	7.51	17.24	6.85	30.84	15.74
贸易业务	0.20	3.15	0.25	0.27	0.72	0.25	0.00	-	-
土地转让	-	-	-	-	-	-	0.00	-	-
其他	0.18	2.85	35.50	0.64	1.74	30.99	0.59	2.68	28.12
合计	6.32	100.00	3.67	37.02	100.00	9.67	22.20	100.00	10.99

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（一）房产销售业务

房产销售收入主要来自安置房销售，2022年新增商品房销售收入，加之存量安置房项目全部售罄，带动该板块收入规模大幅提升，毛利率亦波动较大；目前在建安置房及商业地产项目资金缺口较大，资金平衡压力凸显

公司房产销售业务以安置房建设与运营为主，同时涉及部分商业地产。公司安置房建设业务主要运营主体包括宁波市兴奉开投建设有限公司（以下简称“兴奉开投”）、宁波市奉化区锦山河建设投资有限公司（简称“锦山河”）。业务模式方面，公司受政府委托对城区旧城进行拆迁改造和安置房建设，建成后将安置房对外销售形成收入，亦有少量安置房系通过外购的方式获得。安置房销售模式主要分为定向销售和市场销售：定向销售模式下，公司根据奉化区政府确定的指导价格将安置房定向销售给拆迁户，政府视情况提供一定补贴，但实际运营中，由于政府指导价较低而现阶段补贴有限，导致该模式下销售毛利偏低；市场销售模式下，公司以市场价格为基准公开出售剩余安置房，可获得相对较高的溢价空间。

除安置房业务以外，2019年公司新设子公司宁波市青之杰置业有限公司（简称“青之杰置业”）负责商业房产开发，青之杰置业具备房地产开发暂定三级资质，现已开发山海珑湾住宅地产项目以及奉化区万达以南商住一号地块项目，分别位于莼湖镇和奉化主城区。

2021年公司房产销售收入均来自于安置房销售，2022年山海珑湾商品房项目投入销售，加之梁王家园、金水东庭、中山锦庭等9个存量安置房项目全部售罄，拉动公司房产销售收入大幅提升。公司安置房来源包括自建和外购，且不同模式下利润差异较大，因此房产销售业务毛利率波动较大。

截至2022年末，公司已无在售安置房，但在建安置房项目储备充足，同时在售及在建的商业地产项目规模亦较大，未来房产销售业务持续性较有保障，但在建项目尚需投资额合计43.30亿元，面临较大的资金缺口及筹措压力，而商业地产经营遵循市场化竞争原则，考虑到当前房地产市场仍较为低迷，需对项目去化及资金回笼情况予以关注。

表10 截至 2022 年末公司主要在建安置房情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	建设周期
奉化区集散中心北侧安置房	12.24	7.27	2019-2024
锦屏街道危旧房改造	11.53	11.50	2015-2023
桑园新村一号地块安置房项目	10.83	3.76	2022-2025
奉化区 FH12-03-01b-1 地块	10.35	3.57	2021-2025
奉化区 FH12-03-07a 地块（锦屏安置地块）	10.08	3.98	2021-2025
黄家塘二期安置房	4.56	1.57	2019-2024
奉化区圣墩村二号地块安置房项目	3.81	1.24	2020-2023
白杜南岙村城中村改造项目	3.81	1.43	2020-2023
合计	67.21	34.32	-

注：锦屏街道危旧房改造项目和奉化区黄家塘二期安置房项目总投资额较上年有所增长，主要系实际建设中因规划调整导致总投资额同步调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表11 截至 2022 年末公司主要在售商业房产项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	预计总投资	可售面积	已售面积	累计确认收入	累计回笼资金	剩余面积
山海珑湾	18.00	17.09	7.54	8.87	8.87	9.55

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表12 截至 2022 年末公司主要在建商业房产项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资	建设周期
奉化区万达以南商住一号地块	29.06	18.65	2022-2025

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）代建业务

公司代建业务在奉化区仍具备一定的竞争优势，目前项目储备量尚可，且未结算项目成本规模较大，可保障代建收入的持续性，但同时也面临一定的资金支出压力；主要自营项目多数已至尾声，但

运营效益存在较大的不确定性

公司是奉化区城市基础设施建设重要主体。代建业务建设主体主要包括公司本部、红胜开发、宁波市奉化区滨海建设开发有限公司（简称“滨海建设”）、宁波市奉化新城开发投资有限责任公司（简称“新城开发”）、宁波市奉化区力兴水利投资有限责任公司（以下简称“力兴水利”）。根据公司本部及其他代建业务负责主体与奉化区政府部门及当地国有企业签订的委托代建协议，公司负责奉化区城市基础设施建设、宁波滨海旅游休闲区公共基础设施建设、奉化区水利建设等项目建设，委托方根据项目建设成本加成不超过25.00%的费用向公司结算项目建设投入。

2022年公司结算的代建项目包括宁波滨海旅游休闲区公共基础设施建设项目、沿海中线以南河道治理工程和沿海中线以南河道及软基处理工程等，较上年有所增长，但由于项目加成比例不同，毛利率略有下滑。截至2022年末，公司主要重大在建基建项目待投资额32.13亿元，同时存货及在建工程中尚未结算的项目成本规模较大，可保障代建业务的持续经营，但考虑到建设资金需由公司先行支付，也带来一定的资金支出压力。

表13 截至 2022 年末公司主要重大在建基础设施工程情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
红胜海塘围海填方工程	75.30	73.45
阳光海湾开发建设工程	37.73	30.09
甬江防洪工程东江剡江整治工程	29.38	17.72
奉化区龙潭滞洪分洪改造工程	12.92	4.58
莼湖快速通道项目	6.61	5.13
奉化江堤防胡家渡段应急整治工程	5.29	4.97
莼湖供水工程	1.88	1.12
泉溪江治理工程	1.82	1.56
尚田段龙潭段工程	1.55	1.73
合计	172.48	140.35

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司另有奉化区方桥污水管网工程、沿海供水二期工程等自营项目，公司通过污水处理费分成获取收益。奉化城区停车场及智能管理系统建设项目仍在建设中，项目内容包括：岳林、锦屏两个街道新建货运停车场一个，设停车位260个；新建凤山体育公园地下停车场智能化建设，设停车位733个；新建公共充电桩1,920个；新建覆盖两个街道约3万个停车位智能停车管理系统。总体来看，公司主要自营项目多数已至尾声，资金压力不大，但运营效益存在较大的不确定性。

表14 截至 2022 年末公司主要自营项目（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计总投资
奉化区方桥污水管网工程	4.14	4.22
奉化城区停车场及智能管理系统建设项目	2.56	1.16

沿海供水二期工程	2.41	2.67
合计	9.11	8.05

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）土地开发业务

土地开发业务收入规模受项目完工进度影响大幅下滑，目前在开发土地充足，业务持续性较好，但资本开支压力亦较为突出，且资金回笼有赖于区域土地市场景气度及政府用地规划

公司土地开发业务经营主体包括滨海建设、锦山河、红胜开发和新城开发。根据锦山河、红胜开发和新城开发与奉化区政府部门及当地国有企业签订的委托平整协议，公司按照政府部门下达的开发计划进行土地整理，开发完成经验收合格后移交，委托方以审计决算的整理成本加成15%-30%作为委托平整费用支付给公司。根据滨海建设与委托方签订的土地平整改造工程项目工程委托合同，滨海建设负责阳光海湾地块整理项目，项目每年按照工程实际支出合计的110.00%-120.00%进行结算。在每年底结算之前，双方可根据项目进展，临时商定委托方暂付滨海建设工程款，年度结算之后，委托方支付扣除已经支付金额后的结算工程款给滨海建设。

2022年受项目进度影响，当年度完工项目较少，收入规模大幅下滑。截至2022年末，公司主要在整理土地储备仍较为丰富，加之存货中尚未结算的土地建设投入规模较大，未来收入具备一定保障，但尚需投资额高达52.68亿元。总体来看，公司土地整理投入较大，但业务资金平衡主要依赖于土地市场景气度及政府用地规划，存在一定不确定性。

表15 截至 2022 年末，公司主要在整理土地情况（单位：亿元）

地块	总投资	已投资
危旧房改造二期	24.00	25.89
危旧房改造五期	12.26	10.79
危旧房改造四期	31.00	18.29
城中村改造三期	5.62	4.64
危旧房改造三期	28.00	10.78
危旧房改造六期	29.21	8.25
滨海新区工业地块	12.36	11.86
沿海中线以北其他地块	4.02	3.65
沿海中线以南地块	6.78	6.42
竹产业园等地块	2.81	2.81
合计	156.06	103.38

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（四）保安及人力服务业务

保安及人力服务业务在奉化区仍具备一定的竞争优势，2022年业务规模继续扩大，但盈利能力较弱且持续下行

公司保安服务业务主要由子公司宁波市奉化保安服务有限公司（以下简称“保安公司”）负责运营，覆盖奉化区教育系统、供电系统、娱乐场所及其他企事业单位，业务来源包括客户直接聘任及公开招投标两种。由保安公司向企事业单位派遣安保人员，并收取保安服务费，服务价格较为透明。人力服务业务主要由子公司宁波市奉化新奉人力资源有限公司负责运营，向奉化区内企事业单位进行劳务派遣。公司保安及人力服务业务在奉化区仍具备一定的竞争优势，2022年该业务实现收入4.14亿元，业务规模随客户数量增长而持续扩大，但利润空间较薄，毛利率呈低位下行的态势。

奉化区政府部门在资金注入、财政补贴等方面继续给予公司支持

2022年，奉化区相关政府部门通过专项资金注入、债券转增资本等方式扩充了公司资本实力，同期公司确认来自宁波滨海旅游休闲区管理委员会等政府机构的财政补贴合计1.61亿元，主要为阳光海湾项目、土地整理等项目补助，有效提升了公司的利润水平。

表16 2022年公司资本公积变动情况（单位：万元）

时间	增加/减少	事项	金额
2022年	增加	权益法核算原水公司及安澜公司增加资本公积	18,709.26
		专项资金财政补贴	35,085.51
		债券转增资本	15,000.00
		政府无偿调入固定资产	5.74
		小计	68,800.51
	减少	财政结余资金归还	17,250.46
	合计	-	51,550.05

注：2022年资本公积变动及政府补贴根据审计报告填写，未获取政府文件；

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

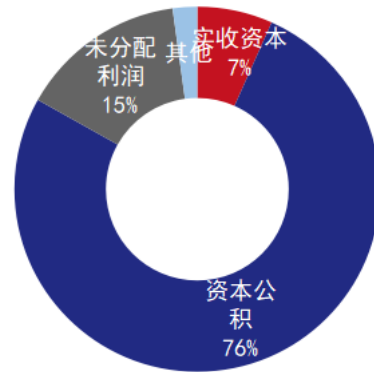
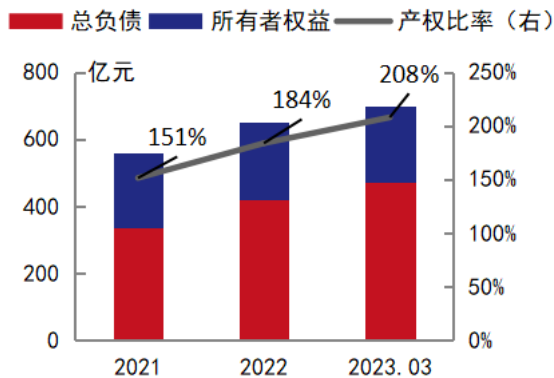
财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及2023年1-3月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年合并报表范围变化情况见表1，上述变动对公司财务报表可比性无较大影响。

资本实力与资产质量

受债务融资增加的影响，公司资产规模持续增强，但项目建设投入及其他应收款沉淀进一步加重，且股权投资收益性仍偏低，资产流动性趋弱

随着公司融资力度加大，杠杆水平持续抬升，净资产对负债的保障程度较弱。截至2023年3月末，所有者权益仍主要以资本公积、未分配利润和实收资本为主，权益结构较为稳定。

图 1 公司资本结构
图 2 2023 年 3 月末公司所有者权益构成


资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

受债务融资驱动，公司资产规模快速扩张。截至 2023 年 3 月末，公司资产结构仍以流动资产为主，其中存货、在建工程和其他非流动资产中的项目建设投入以及与区域国企之间的往来款比重仍较大，占资产总额的 77.19%。

存货主要由土地开发、基建项目、安置房及商品房项目投入以及待开发土地构成，2022 年存货余额随着项目持续投入及土地购置而大幅增加；截至 2022 年末，存货主要由开发成本（304.93 亿元）以及待开发土地（22.09 亿元）构成，其中开发成本包括土地开发、基建项目、安置房及商品房项目投入，规模增长较快，待开发土地较为稳定，由松岙镇地块和农批市场地块构成，均系通过招拍挂获得的商住用地；考虑到（准）公益性项目结算依赖于工程进度和财政支出计划，商品房项目变现受地产行情波动影响较大，整体来看，公司存货流动性一般。在建工程主要为代建及自营项目投入成本，部分代建项目因历史原因，将正式开工前已发生的部分成本计入了在建工程，正式开工后签订了委托代建协议，后续成本发生额仍在在建工程核算，待项目完工时转入存货；除代建项目以外，在建工程中亦包含一定规模的自营项目，其中部分项目资金回收周期较长，需关注其投资风险。此外，公司将部分未签订代建协议的已完工代建项目计入其他非流动资产中，上述项目未约定明确的收入结转模式和回款安排，后续收益实现和资金回笼存在较大不确定性。其他应收款主要为应收奉化区国有企业的往来款，2022 年增幅明显，其中前五大应收对象余额占 49.38%，欠款对象较为分散，回收时间存在不确定性，对营运资金形成较大占用。

除此以外，货币资金、长期股权投资也是资产的重要组成部分。公司账面资金规模随融资扩大而上升，且截至 2022 年末无受限情况，货币资金流动性尚可，但较短期债务而言并不宽裕。长期股权投资主要为对宁波原水有限公司等国有企业和宁波中雷股权投资合伙企业（有限合伙）等产业基金的投资，2022 年部分国有企业仍处于亏损状态，需关注减值风险。

受限资产方面，截至 2022 年末，公司受限资产规模为 2.47 亿元，占同期末所有者权益的 1.08%，主

要为用于借款抵押的投资性房地产和在建工程，公司资产受限比例较低，融资弹性尚可。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	68.09	9.73%	57.26	8.80%	46.04	8.25%
其他应收款	111.90	15.99%	103.16	15.85%	86.15	15.43%
存货	345.27	49.34%	327.03	50.25%	267.21	47.87%
流动资产合计	549.20	78.48%	499.57	76.76%	410.27	73.50%
在建工程	57.23	8.18%	56.35	8.66%	53.85	9.65%
长期股权投资	45.88	6.56%	45.89	7.05%	45.94	8.23%
其他非流动资产	25.75	3.68%	25.75	3.96%	25.33	4.54%
非流动资产合计	150.62	21.52%	151.29	23.24%	147.95	26.50%
资产总计	699.83	100.00%	650.85	100.00%	558.22	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

在房产销售业务拉动下，公司营业收入大幅增长，主营业务盈利能力仍较弱，利润主要由政府补助贡献

2022年公司营业收入仍主要来自于房产销售业务、代建业务、保安及人力服务和土地开发业务，其中代建收入随项目结算进度有所提升，保安及人力服务收入持续增长，上述两项业务经营相对平稳，业务持续性好，可贡献稳定的收入来源。2022年存量安置房集中销售及商业房产投运带动房产销售板块收入规模大幅提升，但土地开发收入因项目完工进度放缓而明显下滑，上述业务目前项目储备仍较为充足，可对未来收入形成一定支撑，但受项目完工进度、区域土地及房地产市场行情影响较大，业务稳定性一般。

由于业务结构对盈利性弱的（准）公益性业务较为倚重，公司整体毛利率水平较低，且呈现进一步走弱的趋势，但公司持续获得一定规模的政府补贴，其对利润贡献较大。

表18 公司主要盈利指标（单位：亿元）

项目	2023年3月	2022年	2021年
营业收入	6.32	37.02	22.20
营业利润	0.12	2.76	1.81
其他收益	0.31	1.61	2.03
利润总额	0.13	2.60	1.90
销售毛利率	3.67%	9.67%	10.99%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

偿债能力

公司债务规模快速扩张，财务杠杆攀升至高位，偿债指标表现仍较弱，面临较大的短期偿付压力，而在建项目后续投资带来的资金筹措压力仍较大

公司总负债以有息债务为主，由于在建项目建设带来持续的融资需求，2022年以来债务规模增长较快，截至2023年3月末，公司总债务规模增至408.56亿元。虽然以长期债务为主的期限结构一定程度上可缓解公司的集中偿付压力，但公司短期债务规模仍较大，且无法由账面现金完全覆盖，面临较大的短期偿债压力。从融资结构来看，公司对银行借款和债券融资较为依赖，截至2022年末占融资余额的80%以上，公司合作的银行机构较为广泛，担保方式主要为保证、信用、质押等；直融方面，公司依托集团本部、子公司红胜开发2家发债平台向资本市场融资，借款成本相对较低，存量债券品种包括公司债、企业债、交易商协会产品等，多数为无担保发行。此外，非标系公司融资渠道的有力补充，公司存量非标融资主要由融资租赁、信托借款、理财直融及转贷款²构成，融资成本4.5%-10.0%不等，总体融资成本较其他渠道而言偏高。

除此以外，公司总负债中亦存在一定比例的经营性负债，主要集中于其他应付款、其他非流动负债和合同负债中。其他应付款主要为与奉化区国有企业间的往来款及基金暂借款，2022年大幅增长，其他非流动负债和合同负债均系2021年由预收款项转入，其中其他非流动负债为预收的土地整理款，合同负债为预收的商业房产项目销售款。

表19 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）

债务类型	平均融资成本	融资余额	1年以内	2-3年	3年以上
银行借款	3.5%-6.7%	153.06	54.70	33.30	65.06
债券融资	2.3%-5.5%	133.27	29.56	51.37	52.35
非标融资	4.5%-10.0%	65.67	16.04	24.45	25.17
合计	4.38%	352.00	100.30	109.12	142.58

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

表20 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	52.81	11.18%	35.61	8.45%	14.00	4.17%
合同负债	2.14	0.45%	4.43	1.05%	9.54	2.84%
其他应付款	34.74	7.35%	39.18	9.30%	16.91	5.03%
一年内到期的非流动负债	67.31	14.25%	64.74	15.36%	61.85	18.40%
流动负债合计	167.94	35.55%	155.36	36.86%	110.80	32.97%
长期借款	139.53	29.53%	98.36	23.34%	71.12	21.16%
应付债券	99.77	21.12%	105.02	24.92%	102.57	30.52%

²截至2022年末，公司与宁波市保障性住房建设投资有限公司间往来借款余额为17.66亿元，借款资金用于危旧房改造及城中村改造等项目，其实际贷款人为国家开发银行股份有限公司，实际用款人为公司子公司锦山河。

长期应付款	52.34	11.08%	49.83	11.82%	41.96	12.48%
其他非流动负债	12.86	2.72%	12.86	3.05%	9.62	2.86%
非流动负债合计	304.51	64.45%	266.08	63.14%	225.27	67.03%
负债合计	472.45	100.00%	421.44	100.00%	336.07	100.00%
总债务	408.56	86.48%	351.99	83.52%	291.51	86.74%
其中：短期债务	120.12	25.43%	101.99	24.20%	75.86	22.57%
长期债务	288.44	61.05%	250.01	59.32%	215.65	64.17%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

2022年以来公司债务规模扩张较快，财务杠杆已攀升至较高水平，且现金类资产对短期债务覆盖程度及EBITDA对利息覆盖程度仍较弱，面临较大的短期偿付压力。

公司资金需求主要来自项目建设投入以及存量债务的还本付息，截至2022年末，公司在建项目尚需投资额合计129.17亿元，一年到到期的短期债务规模101.99亿元，同时当年利息支出亦高达16.55亿元，项目资金缺口及债务本息兑付压力较大，预计将持续推升公司融资规模。同期末公司尚未使用的授信额度214.23亿元，账面货币资金57.26亿元，备用流动性及货币资金可弥补一定的流动性缺口，同时基于公司体量及平台地位，未来直接和间接融资渠道将保持通畅，且预计将持续获得较大规模的资金支持，总体来看，公司流动性压力可控。

表21 公司偿债能力指标

项目	2023年3月	2022年	2021年
资产负债率	67.51%	64.75%	60.20%
现金短期债务比	0.57	0.56	0.60
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.22

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，虽然部分子公司曾因违规行为受到政府部门处罚，但公司ESG表现总体良好，对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，公司业务面临的环境风险较小，根据公司于 2023 年 6 月 14 日提供的《是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司未因环境因素收到相关部门的处罚。

社会方面，根据公司于 2023 年 6 月 14 日提供的《是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。但根据 ESG 公开查询结果，子公司红胜开发和滨海建设 2022 年因毁坏林地、擅自占用林地建造道路以及非法

占地行为受到宁波市自然资源和规划局的行政处罚，合计罚款金额 126.94 万元，但未对公司信用水平及偿债能力造成重大不利影响。

治理方面，公司控股股东为奉化区国资中心，人员任免及日常经营管理均受其管辖。公司依照《公司章程》及相关法律法规建立了相应的法人治理结构，董事会、监事和经理层之间授权明确、职责清晰，且近三年高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。2022 年，公司股东会委派卓维娜、秦力山为本届监事，指定吴盛通为监事会主席，同时免去上一届王碧楹监事职务，除此以外其他董事、高管团队均无变更。中证鹏元注意到，公司与当地政府及国企之间的往来款以及互保规模较大，内部控制体系与治理结构有待优化。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从 2020 年 1 月 1 日至报告查询日（公司本部、子公司兴奉开投、锦山河 2023 年 5 月 16 日，子公司红胜开发、滨海建设 2023 年 5 月 18 日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

或有事项分析

截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额合计为 99.07 亿元（担保明细见附录五），占同期末所有者权益的比重为 43.57%，公司担保对象均为国有企业，但均未设置反担保措施，考虑其对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

八、外部特殊支持分析

公司是奉化区政府下属重要企业，奉化区国资中心直接持有公司 90.10% 股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，奉化区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与奉化区政府的联系非常紧密。公司股权由奉化区国资中心接近全资持有，董事及监事任命、日常经营管理均受其管辖，奉化区政府对公司的经营战略和业务运营具有绝对控制权，且近年公司业务及资金支持均来自于奉化区政府及相关机构，政府支持力度较大。展望未来，预计公司与奉化区政府的联系将保持稳定。

（2）公司对奉化区政府非常重要。公司的主要职能是提供公共产品和服务，且在基础设施建设领域对政府贡献很大，但仍具备一定的可替代性。考虑到公司及子公司红胜开发已发债，若发生违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响。

九、结论

奉化区拥有较为丰富的产业及旅游资源，正加快融入宁波城市经济体系，近年经济实力持续增强。公司是奉化区基础设施投资与资产管理的核心主体，已形成以房产销售、工程代建、土地开发、保安及人力服务业务为主的多元化业务体系，可在一定程度上分散经营风险。虽然公司债务规模扩张较快，财务杠杆水平较高，面临较大的短期偿付压力，而在建项目资金缺口较大，预计将持续推升外部融资需求，同时资产流动性偏弱，但考虑到公司基础设施建设、安置房和土地开发等项目数量较为充足，另有较大规模商业房产项目，整体业务持续性较好，且仍有望持续获得地方政府较大力度的资金支持。整体来看，公司抗风险能力较强。

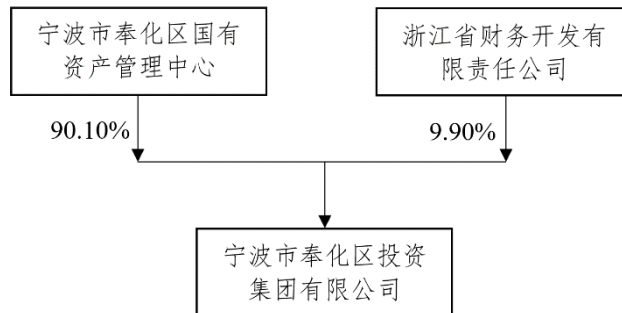
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA+，维持评级展望为稳定，维持“20奉化绿色债/G20奉化”的信用等级为AA+。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	68.09	57.26	46.04	48.72
其他应收款	111.90	103.16	86.15	59.18
存货	345.27	327.03	267.21	337.85
流动资产合计	549.20	499.57	410.27	462.21
在建工程	57.23	56.35	53.85	53.30
长期股权投资	45.88	45.89	45.94	37.96
非流动资产合计	150.62	151.29	147.95	141.30
资产总计	699.83	650.85	558.22	603.51
短期借款	52.81	35.61	14.00	21.36
其他应付款	34.74	39.18	16.91	59.75
一年内到期的非流动负债	67.31	64.74	61.85	49.26
流动负债合计	167.94	155.36	110.80	168.01
长期借款	139.53	98.36	71.12	80.22
应付债券	99.77	105.02	102.57	69.77
长期应付款	52.34	49.83	41.96	58.10
非流动负债合计	304.51	266.08	225.27	208.34
负债合计	472.45	421.44	336.07	376.36
其中：短期债务	120.12	101.99	75.86	71.32
总债务	408.56	351.99	291.51	279.41
所有者权益	227.38	229.42	222.15	227.15
营业收入	6.32	37.02	22.20	25.63
营业利润	0.12	2.76	1.81	1.72
其他收益	0.31	1.61	2.03	1.37
利润总额	0.13	2.60	1.90	1.77
经营活动产生的现金流量净额	-35.55	-43.85	-8.33	2.92
投资活动产生的现金流量净额	-2.51	-6.60	-17.00	-4.50
筹资活动产生的现金流量净额	49.46	62.24	24.17	-1.96
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
销售毛利率	3.67%	9.67%	10.99%	12.79%
资产负债率	67.51%	64.75%	60.20%	62.36%
短期债务/总债务	29.40%	28.97%	26.02%	25.52%
现金短期债务比	0.57	0.56	0.60	0.65
EBITDA（亿元）	--	3.86	3.11	2.99
EBITDA 利息保障倍数	--	0.23	0.22	0.25

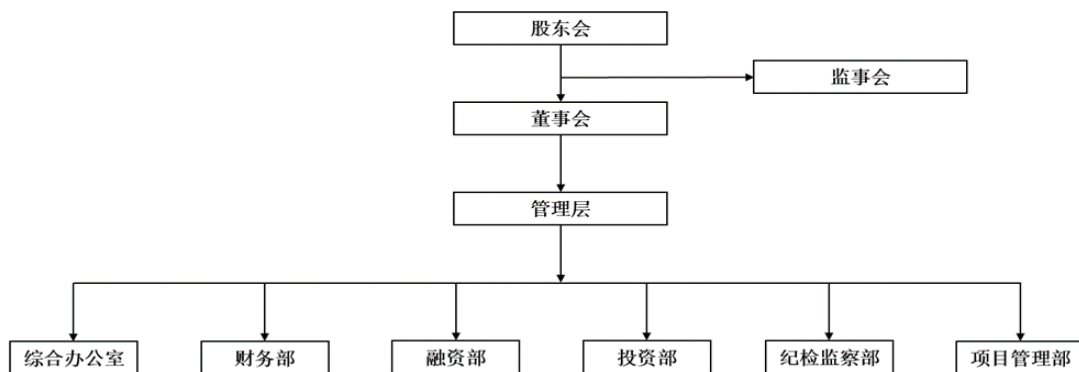
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及 2023 年 1-3 月未经审计的财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月）



资料来源：公司提供

附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务
宁波市奉化区力兴水利投资有限责任公司	100.00%	水利建设项目投资
宁波市奉化区红胜开发建设有限公司	100.00%	海塘续建工程的开发建设
宁波市奉化新城开发投资有限责任公司	100.00%	项目投资
宁波洪胜贸易有限公司	100.00%	服装、服饰、五金交电
宁波奉化红胜矿业有限公司	100.00%	非煤矿山开采
宁波市奉化区沿港公路投资有限公司	100.00%	公路项目投资
宁波市奉化区滨海建设开发有限公司	100.00%	房屋工程施工
宁波市奉化四明山公路投资有限公司	100.00%	公路项目投资
宁波市奉化区欣源水务有限公司	100.00%	供水工程
宁波市奉化区清源污水处理有限公司	100.00%	污水处理技术咨询、研究、开发
宁波市奉化区锦泰贸易有限公司	100.00%	批发、零售
宁波市兴奉开投建设有限公司	100.00%	房地产开发经营
宁波奉化兴奉国新投资管理有限公司	100.00%	投资管理、实业投资、资产管理
宁波市奉化保安服务有限公司	100.00%	劳务派遣业务
宁波市青之杰置业有限公司	100.00%	房地产开发
宁波市奉化区锦美城市资源经营有限公司	100.00%	水资源开发、利用
宁波市奉化新奉人力资源有限公司	100.00%	劳务派遣服务
宁波市奉化区城市更新投资有限公司	100.00%	土地管理服务
宁波市奉化新运汽车服务有限公司	100.00%	租赁业
宁波市锦恒置业有限公司	100.00%	土地管理业
宁波市奉化区锦山河建设投资有限公司	55.29%	棚户区改造
宁波市奉化区沿海三镇供水有限公司	44.44%	集中式供水生产和供应、给排水工程建设
宁波国丰科技有限公司	70.00%	信息传输、软件和信息技术服务业
宁波市奉化龙大锦屏置业有限公司	100.00%	房地产业
宁波市尚臻建设有限公司	100.00%	建筑业
宁波鼎新设备租赁有限公司	70.00%	租赁和商务服务业
宁波锦雨商业经营管理有限公司	100.00%	租赁和商务服务业

资料来源：公司 2022 年审计报告，公开查询，中证鹏元整理

附录五 截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

担保对象	担保余额	是否设置反担保
宁波市奉化区锦溪建设投资有限公司	127,110.72	否
宁波大美海湾旅游开发有限公司	115,410.00	否
宁波市奉化区安澜建设发展有限责任公司	88,500.00	否
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	81,252.00	否
宁波宁南贸易物流区基础设施开发建设有限公司	72,960.00	否
宁波奉化元康公路建设有限公司	65,140.00	否
宁波市奉化区亭横水资源开发有限公司	54,000.00	否
宁波市奉化区锦南建设有限公司	51,250.00	否
宁波市奉化区市场经营有限公司	40,000.00	否
宁波市奉化区城市建设投资有限公司	39,123.78	否
宁波市奉化区工业投资集团有限公司	37,000.00	否
宁波市奉化区甬新建设开发有限公司	36,000.00	否
宁波市奉化区城市投资发展集团有限公司	28,100.35	否
宁波宁南贸易物流区开发投资有限公司	27,025.77	否
宁波市雪窦开发投资集团有限公司	19,760.00	否
宁波市奉化区农商发展集团有限公司	10,000.00	否
宁波市奉化区三高铁路投资有限公司	10,000.00	否
宁波溪口雪窦山风景名胜区开发建设有限公司	10,000.00	否
宁波市奉化区惠业建设有限公司	9,243.89	否
宁波茗山新农村建设投资有限公司	8,000.00	否
宁波市葛岙水库开发有限公司	7,560.00	否
宁波市奉化区东部新城建设投资有限公司	7,000.00	否
宁波保胜园林开发有限公司	5,000.00	否
宁波市奉化区工贸实业有限公司	5,000.00	否
宁波市奉化区水务环境投资发展集团有限公司	5,000.00	否
宁波市奉化区水务有限公司	5,000.00	否
宁波市奉化区甬台众创小镇开发建设有限公司	5,000.00	否
宁波天妃湖旅游度假区管理有限公司	5,000.00	否
宁波市奉化区惠源建设投资有限公司	4,900.00	否
宁波市奉化区沿海三镇供水有限公司	4,365.00	否
宁波市奉化区锦晟贸易有限公司	4,000.00	否
宁波市奉化广电网络有限公司	2,000.00	否
宁波奉化横江再生水处理有限公司	1,000.00	否
合计	990,701.50	否

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
销售毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
现金短期债务比	$\text{现金类资产} / \text{短期债务}$
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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。
BB	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	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。

三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，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	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。