

宁波市奉化区投资有限公司

2020 年绿色债券信用评级报告



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

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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【363】号 03

分析师

姓名：
党雨曦 田珊

电话：
021-51035670

邮箱：
dangyx@cspengyuan.com

评级日期：
2020 年 3 月 16 日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

宁波市奉化区投资有限公司 2020 年绿色债券 信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：10 亿元

评级展望：稳定

债券期限：7 年期

债券偿还方式：每年末付息一次，在债券存续期的第 3 年至第 7 年，每年末按照债券发
行总额 20% 的比例偿还债券本金。

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对宁波市奉化区投资有限
公司（以下简称“奉化投资”或“公司”）本次拟发行总额 10 亿元绿色债券（以下简
称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。
该等级的评定是考虑到外部环境较好，为公司持续发展提供了良好的基础；公司代建业务、
土地开发与房产销售业务持续性较好；公司获得的外部支持力度大。同时我们也关注到了
公司在建项目尚需投资规模大，存在较大的资金支出压力；整体资产流动性一般；有息负
债规模较大，存在较大的短期偿付压力以及面临一定的或有负债风险等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供良好的基础。近年来，宁波市和奉化区经济均保
持增长，2016-2018 年宁波市分别实现 GDP8,541.1 亿元、9,846.9 亿元、10,746.0
亿元，同比增速分别为 7.1%、7.8%、7.0%；奉化区分别实现 GDP488.27 亿元、549.93
亿元、602.36 亿元，增速分别为 6.1%、5.5%和 5.7%，为公司发展提供了良好的基
础。
- 公司代建业务、土地开发业务以及房产销售业务持续性较好。公司承担奉化区土
地开发、安置房建设以及代建业务。截至 2018 年底，公司主要代建项目总投资
157.12 亿元；土地整理业务正在开发整理的土地的账面价值为 116.78 亿元；在售
的房产中剩余可销售面积为 2.23 万平方米；在建的安置房总投资规模为 28.44 亿
元，若在建代建项目顺利实施回购，房产项目实现销售与开发的土地顺利对外出

让，公司将可实现较大收入规模。

- **公司获得的外部支持力度大。**地方政府在财政补贴与资产注入方面给予公司支持，2016 年公司及子公司合计收到资产注入规模为 21.22 亿元；2017 年，奉化区财政局通过债务置换、注入土地使用权等方式累计增加公司资本公积 45.84 亿元；2018 年，通过债务豁免、无偿划入股权等方式累计增加公司资本公积 36.71 亿元。财政补贴方面，2016-2018 年公司获得的政府补贴分别为 2.46 亿元、4.30 亿元和 2.81 亿元，有效提升了公司的利润水平。

关注：

- **公司经营现金流表现差，在建项目尚需投资规模大，存在较大的资金支出压力。**2016-2018 年三年期间，公司经营活动现金流总流出规模达 61.24 亿元，截至 2018 年底，公司在建代建项目尚需投入资金的规模超过 45.03 亿元；在建自营项目未来尚需投资 2.62 亿元；在建安置房项目尚需投资超过 13.00 亿元；土地开发也尚需大规模资金投入，公司仍存在较大的资金支出压力。
- **整体资产流动性一般。**截至 2018 年底，公司资产中其他应收款、存货与在建工程合计账面价值为 380.11 亿元，占资产总额的比重为 72.91%，其中其他应收款回收时间不明确，以建设工程投入为主的存货变现能力不强，在建工程结算时间未明确，整体资产流动性一般。
- **有息负债规模较大，存在较大的短期偿付压力。**截至 2018 年底，公司有息负债规模为 242.70 亿元，占公司负债总额的比重为 79.02%，有息债务规模较大。其中 2019 年需偿还的有息债务规模达到 36.19 亿元，存在较大的短期偿付压力。
- **面临一定的或有负债风险。**截至 2018 年底，公司对外担保金额为 115.64 亿元，占所有者权益的 54.00%，担保对象为地方国有企业，均无反担保措施，考虑其对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	5,212,934.71	4,585,625.94	4,110,457.89
所有者权益	2,141,530.94	1,713,163.43	1,180,241.71
有息债务	2,426,952.58	2,208,076.99	2,271,823.26
资产负债率	58.92%	62.64%	71.29%
流动比率	3.98	3.26	2.66

营业收入	268,873.03	144,299.85	174,515.70
其他收益	28,148.52	0.00	0.00
营业外收入	145.29	43,589.71	86,096.56
利润总额	31,996.29	63,547.86	38,084.90
综合毛利率	5.78%	10.29%	-11.88%
EBITDA	47,394.82	77,067.15	58,788.69
EBITDA 利息保障倍数	0.42	0.74	0.63
经营活动现金流净额	-96,964.48	-165,415.63	-350,013.05

注：2017 年财务数据采用 2018 年期初数

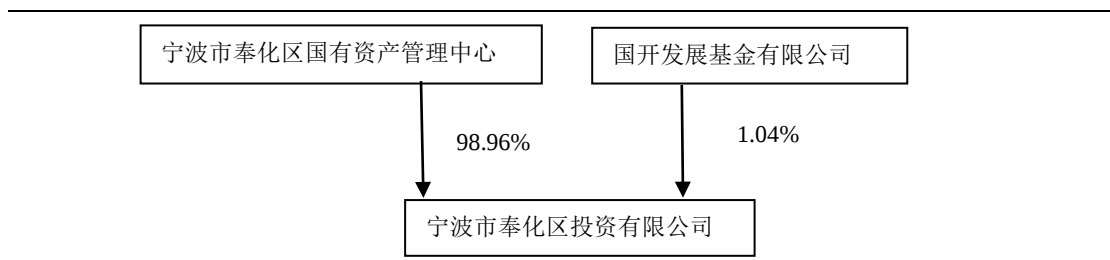
资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为奉化市东南资产经营有限公司，系由宁波市奉化区国有资产管理中心（以下简称“国资中心”）于2007年3月出资成立的国有独资有限责任公司，初始注册资本为3,000.00万元。2007年5月，公司名称由奉化市东南资产经营有限公司变更为奉化市投资有限公司。2007-2008年，国资中心通过划入房产、货币等资产方式合计增加公司注册资本47,000.00万元。2017年5月，根据股东会决议，公司新增注册资本1,580.00万元，由新股东国开发展基金有限公司（以下简称“国开基金”）认缴。2016年12月，公司名称由奉化市投资有限公司变更为宁波市奉化区投资有限公司。2017年12月，根据股东会决议，公司新增注册资本50,000.00万元，全部由国资中心出资认缴。

截至2018年末，公司注册资本和实收资本均为151,580.00万元，国资中心和国开基金分别持有公司98.96%、1.04%的股权。截至2018年末，公司控股股东和实际控制人均为国资中心。

图1 截至2018年末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

公司是奉化区基础设施投资、开发与资产管理的重要经营经营主体，主要承担奉化区土地开发、安置房建设以及代建业务。截至2018年末，纳入公司合并范围子公司共计21家，具体情况详见附录三。

二、本期债券概况

债券名称：2020年宁波市奉化区投资有限公司绿色债券；

发行总额：10亿元；

债券期限和利率：7年期及固定利率；

还本付息方式：本期债券每年付息一次，分次还本。在债券存续期的第3年至第7年，每年末按照债券发行总额20%的比例偿还债券本金。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额10亿元，其中3.31亿元用于方桥污水管网工程，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，募集资金投向明细如下。

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
方桥污水管网工程	41,390.41	33,100.00	79.97%
沿海供水二期工程	24,129.00	19,300.00	79.99%
补充营运资金	-	47,600.00	-
合计	-	100,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）方桥污水管网工程

该项目建设规模为东环路以西区域，沿东环路铺设污水管网线主干线，东环路以西为本期拟建设污水支线，东环路以东为远期工程拟接入支线。污水主干线自南向北穿越东江（顶管过江）后，经鄞西片区污水泵站提升后接入鄞西污水处理厂截污干管。该项目主要建设内容为全线污水管网干管为D=14,000mm~2,000mm，总长度为10,079m，压力管道为D820*9钢管，长度为735m。污水支线为D=1,200 mm ~1,400mm，总长度为7,162m。全线设倒虹吸管8处，长度为2,112m；预留管线为D=1,600mm~400mm，长度为1,493m。污水提升泵站3座，分别为顺浦路泵站、东环路泵站及鄞西片区泵站。该项目建成后由公司全资子公司宁波市奉化区清源污水处理有限公司（以下简称“清源污水”）负责运营。

该项目总投资41,390.41万元，可研批复项目建设期2年。该项目已于2015年5月开工建设，截至2019年末累计已投资2.94亿元，占总投资比重的71.10%，预计于2020年6月末完工。

该项目已经取得奉化市发展和改革局出具的“奉发改投[2014]80号”文件批复；已取得奉化市环境保护局出具的“奉环建表[2015]026号”；已取得奉化市国土资源局出具的“奉土资预[2014]16号”批复；已取得奉化市规划局出具的建设用地规划许可证、建设项目选址意见书等文件。

根据公司向国家发展和改革委员会出具的《关于2019年宁波市奉化区投资有限公司绿色债券募投项目的收益测算》（以下简称“测算报告”），在本期债券存续期内，本项目总收入合计为38,687.81万元，项目净收益合计为37,742.81万元，归属于公司的项目净收益为37,742.81万元。债券存续期内，用于本项目的债券资金33,100.00万元，还本付息金额合计为44,685.00万元，存续期内，项目净收益合计为37,742.81万元，偿债资金缺口为6,942.19

万元。公司将以每年度实现的经营性收入和利润作为偿债资金缺口来源。但公司未来收入和利润存在一定的不确定性。

（二）沿海供水项目二期工程

该项目近远期供水规模分别为1.61万立方米/天和4.6万立方米/天。供水范围含苑湖、裘村、松岙，包括阳光海湾、浙江船厂、海洋科技新城等区域。主要工程内容包括DN300-DN1000输水管网43公里、隧道2座长2公里、补氯间1座、加压泵站（补氯间1座、管理用房1座等附属建筑）、中横泵站扩容以及火车站进站段管道。

项目形成的固定产权属归公司全资子公司宁波市奉化区欣源水务有限公司（以下简称“欣源水务”）所有。本项目建成后的供水管网及泵站交由宁波市奉化区水务有限公司（“区水务公司”）运营和维护。该项目水费由区水务公司统一收取，区水务公司在扣除原水费、水资源费、污水处理费及水务发展专项基金后，按照供水价格计算的供水收入与欣源水务进行分成。其中，70%按年全额拨付给欣源水务，剩余30%作为区水务公司的经营性收入。自正式运营年起，本项目收入分成期限为18年，18年后，项目供水管网资产无偿划转给区水务公司，收入不再分成。

该项目总投资24,129.00万元，可研批复项目建设期2年。该项目已于2015年12月开工建设，截至2019年末累计已投资2.10亿元，占总投资的比重为87.03%。

该项目已经取得奉化市发展和改革局出具的：“奉发改投[2013]286号”、“奉发改投[2014]100号”文件批复；已取得奉化市环境保护局出具的“奉环建表[2015]203号”；已取得奉化市国土资源局出具的“奉土资预[2014]42号”批复；已取得宁波市规划局出具的建设工程规划许可证（加压泵站）和奉化市规划局出具的建设工程规划许可证（不包括泵站）等文件。

该项目供水规模为运营期第1-2年供水规模1.61万立方米/天，第3-4年供水规模2.6万立方米/天，第5-6年供水规模3.6万立方米/天，第7年及以后，供水规模达远期设计产能4.6万立方米/天，供水价格为1.93元/立方米，非居民供水价格为4.04元/立方米，居民：非居民：特种行业供水比例为 7：2：1。根据测算报告，在本期债券存续期内，该项目净收益合计为13,782.68万元，偿债资金缺口为12,272.32万元。公司将以每年度实现的经营性收入和利润作为偿债资金缺口来源。目前该项目进展较慢，不及预期且募投项目投资规模较大，项目能否顺利完工以及未来能否取得预期收益存在一定的不确定性。且公司未来收入和利润存在一定的不确定性。

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行总体平稳，总需求面临下行压力，宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，基础设施建设投资有望迎来缓慢复苏

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革扩大开放，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2016-2018 年，我国国内生产总值（GDP）从 74.71 万亿元增长至 90.03 万亿元，各年分别增长 6.7%、6.8%、6.6%。稳增长下新旧动能发生转换，旧动能日渐趋弱，新经济则发展壮大但方兴未艾。2016-2018 年，战略性新兴产业增加值分别增长 10.5%、11.0%、8.9%，高于同期工业增加值增长率。2017-2018 年战略性新兴产业营业收入分别增长 17.3%、14.6%。

从经济增长的贡献率来看，最终消费支出对经济增长的贡献越来越大，资本形成的贡献率下降，货物和服务净出口的贡献率较低且波动较大。2018 年，最终消费支出、资本形成、货物和服务净出口的贡献率分别为 76.2%、32.4%、-8.6%。消费作为拉动 GDP 的第一动力，由于个人可支配收入增长放缓和房地产挤出效应影响，近年居民消费意愿减弱。固定资产投资整体呈下降趋势，其中，制造业利润下降导致制造业投资放缓；国内基础设施的逐步完善和地方政府融资受限导致基建投资不再成为拉动经济的主力；房地产的周期性和调控政策导致房地产投资难以持续发力。中美贸易战、美联储货币政策、全球经济等外部环境的深刻变化则加大出口的不确定性，拖累经济增长。总体而言，国民经济总需求面临下行压力，经济发展在稳中求进中仍存在风险挑战。

当前宏观政策强化逆周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，稳定总需求。实施更大规模的减税降费、扩大财政支出、加大基础设施建设投入成为积极财政政策的重要抓手。实施更大规模的减税降费重点在减轻制造业和小微企业负担，支持实体经济发展。扩大财政支出的主要领域是三大攻坚战、“三农”、结构调整、民生等。财政减收和财政增支双重压力下，2019 年全国赤字率预计将会提升。

2018 年基建投资增长乏力，从 2018 年 7 月 31 日中央政治局会议要求“加大基础设施领域补短板的力度”开始，加大基建投入被提上议程。2018 年末，国务院提前下达 2019 年地方政府新增专项债务限额 8,100 亿元，2019 年全年拟安排地方政府专项债券 2.15 万亿元，比去年大幅增加 8,000 亿元。大部分中央预算内投资计划也加快在一季度下达，尽早发挥中央预算资金“四两拨千斤”的作用。项目流程上，国家和各地发改委通过压缩项目审批时间和减少项目直接审核的方式加快项目落地。此外，PPP 项目已经完成清库，项

目落地率明显改善，加上 2019 年社会融资环境改善，PPP 有望助力基建投资“稳增长”。

但基建项目融资模式过度依赖政府信用及财政资金的局面尚未转变。在去杠杆、防范地方政府债务风险的大背景下，地方政府融资仍偏紧，而政府性基金收入也可能随着房地产景气度下行而增长放缓。地方政府的资金来源仍是制约基建反弹的重要因素，2019 年基建投资预计将缓慢复苏，全年实现中速增长。

自 2014 年 43 号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018 年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2014 年 10 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，以下简称“43 号文”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续 43 号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015 年 2 月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015 年 5 月，发改办财金[2015]1327 号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。

2016 年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。2 月，财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会发布《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4 号），严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作。7 月，中共中央、国务院下发《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18 号），限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运动，鼓励发展直接融资。

2017 年至 2018 年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017 年 5 月，财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会六部委发布《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），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供

各种形式的担保，并严禁地方政府利用 PPP 变相举债、承诺回收本金等行为。6 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，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，要求切实做好政府购买服务信息公开，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018 年 2 月，发展改革委、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，以下简称“194 号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度。194 号文要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资。同时，鼓励企业债券发行人积极推动市场化转型，进一步增强企业债券服务实体经济能力。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），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018 年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。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，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），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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。

表2 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014 年 10 月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015 年 2 月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、可续期债券等创新品种规模
2015 年 5 月	《关于充分发挥企业	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，

	债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》（发改办财金[2015]1327号）		不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》（财综[2016]4号）	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为，严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作，鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》（中发[2016]18号）	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围，限定政府出资方式，引导融资平台市场化运作，鼓励发展直接融资
2017年5月	《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）	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和与社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年6月	《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）	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时，严格限定政府购买服务的范围，严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资，并要求切实做好政府购买服务信息公开
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作（PPP）综合信息平台项目库管理的通知》（财办金[2017]92号）	财政部	严格新 PPP 项目入库标准，清理已入库 PPP 项目
2018年2月	《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）	发展改革委、财政部	要求申报企业应当建立健全规范的公司治理结构、管理决策机制和财务管理制度，严禁党政机关公务人员未经批准在企业兼职（任职），严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格 PPP 模式适用范围，严禁采用 PPP 模式违法违规或变相举债融资
2018年3月	《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）	财政部	明确除了购买地方政府债券外，不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资，不得违规新增地方融资平台公司贷款，不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任，不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或 PPP 资本金
2018年10月	《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）	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；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；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；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

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

（二）区域环境

近年宁波市经济发展水平不断提高，整体经济发展水平较高，但固定资产投资低速运行

宁波市为位于东南沿海，是长江三角洲南翼重要的经济中心城市和重化工业基地，是全国 15 个副省级城市和 5 个计划单列市之一。宁波市下辖 6 个区、2 个县一级 2 个县级市，陆域面积 9,816 平方千米。截至 2018 年末，宁波市拥有户籍人口 820.2 万人，人均 GDP 为全国 GDP 的 205.13%，经济发展水平较好。

近年宁波市经济实力持续增长。2016-2018 年，宁波市实现地区生产总值分别为 8,541.1 亿元、9,846.9 亿元、10,746.0 亿元，同比增速分别为 7.1%、7.8%、7.0%。其中，2018 年，第一产业增加值 306 亿元，同比增长 2.2%；第二产业增加值 5,508 亿元，同比增长 6.2%；第三产业增加值 4,932 亿元，同比增长 8.1%。三次产业结构由 2016 年的 3.6：49.6：46.80 调整为 2.8：51.3：45.9，第二次产业结构比重逐年提升。

工业经济方面，2016-2018 年宁波市规模以上工业企业实现增加值分别为 2,799.1 亿元、3,266.7 亿元、3,730.8 亿元，增速有所波动。分行业来看，2018 年，宁波市的 35 个行业大类中，26 个行业增加值同比正增长；增加值占比前十大行业均实现正增长，其中汽车制造业同比增长 11.6%，专用设备制造业同比增长 8.4%，计算机、通信和其他电子设备制造业同比增长 8.0%。全年规模以上工业企业实现销售产值 16,513.5 亿元，同比增长 10.0%，其中出口交货值 3,134.2 亿元，同比增长 9.8%。工业创新转型方面，2018 年全市规模以上工业技术（研究）开发费 316.2 亿元，比上年增长 25.5%；规模以上工业新产品产值增长 11.6%，新产品产值率达到 32.5%。规模以上工业中，战略性新兴产业、高新技术产业、装备制造业增加值分别增长 12.0%、6.9%和 9.3%。十七大传统制造业增加值增长 6.0%。总体来看，2018 年，宁波市工业经济运行情况较平稳，转型升级在持续推进中。

近年宁波市固定资产投资增速大幅放缓，2016-2018 年同比增速分别为 10.1%、3.5%、3.6%。其中，2018 年，基础设施投资同比增长 1.6%，降幅较为明显；工业投资同比下降 0.3%，降幅较上年有所收窄；房地产开发投资以及高新技术产业投资分别同比增长 15.5%和 10.2%，增速明显增长。宁波市消费动力仍然强劲，2016-2018 年社会消费品零售总额同比增速分别为 10.3%、10.4%、8.1%，其中，电子商务领域则表现较好，2018 年完成网络零售额 1,778.3 亿元，比上年增长 28.8%；完成跨境电商进出口额 1,093.7 亿元，同比增长 77.0%。对外贸易方面，2018 年宁波市进口与出口金额均有明显增长，当年实现进出口总额 16,016.5 亿元，同比增速达到 15.8%。

表3 2016-2018 年宁波市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	同比增长	金额	同比增长	金额	同比增长
地区生产总值	10,746.0	7.0%	9,846.9	7.8%	8,541.1	7.1%
第一产业增加值	306.0	2.2%	314.1	2.4%	304.6	2.1%
第二产业增加值	5,508.0	6.2%	5,105.5	7.9%	4,239.6	6.5%
第三产业增加值	4,932.0	8.1%	4,427.3	8.1%	3,996.9	8.1%
规模以上工业增加值	3,730.8	6.3%	3,266.7	9.6%	2,799.1	7.3%
固定资产投资	-	3.6%	5,009.6	3.5%	4,961.4	10.1%
社会消费品零售总额	4,154.9	8.1%	4,047.8	10.4%	3,667.6	10.3%
进出口总额	16,016.5	15.8%	13,839.5	18.5%	11,666.4	-2.6%
存款余额	19,150.0	5.5%	18,149.1	6.8%	16,989.3	5.0%
贷款余额	19,935.9	12.2%	17,762.5	6.9%	16,622.9	5.5%
人均GDP（元）	132,603		124,017		102,475	
人均 GDP/ 全国 人均 GDP	205.13%		208%		190%	

资料来源：2016-2018 年宁波市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年宁波市公共财政收入为 1,379.66 亿元，较上年增长 10.8%，其中税收收入占公共财政收入的比重为 85.43%，占比较高，公共财政收入质量仍然较好。2018 年宁波市公共财政支出为 1,592.09 亿元，财政自给率为 86.66%，收支平衡较好。2018 年宁波市土地出让交易量增加，土地溢价率较高，全年政府性基金预算收入达 999.24 亿元，同比增长 33.5%。

奉化区经济总量继续增加，产业结构不断优化，但经济增速有所下滑

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。2018 年，奉化区下辖 6 镇 6 街道；截至 2018 年末奉化区常住人口为 51.5 万人，人均 GDP 为 11.74 万元，为全国人均 GDP 的 1.82，经济发展水平较高。

2016-2018 年，奉化区全区实现地区生产总值分别为 488.27 亿元、549.93 亿元、602.36 亿元，增速分别为 6.1%、5.5%和 5.7%。其中，2018 年，第一产业实现增加值 30.01 亿元，同比增长 2.5%；第二产业实现增加值 355.21 亿元，同比增长 4.6%；第三产业实现增加值 217.14 亿元，同比增长 7.9%。三次产业结构由 2016 年的 6.4：59.8：33.8 调整为 2018 年的 5.0：59.0：36.0，主要以第二产业为主，但第三产业比重持续提升，产业结构不断优化。

工业经济方面，奉化区逐步形成了以气动液压、纺织服装、汽车摩托车及零部件、电子信息和厨卫家居等为支撑行业的工业格局。2016-2018 年，奉化区工业增加值分别为

271.7 亿元、306.18 亿元、324.66 亿元。其中，2018 年，气动液压、纺织服装、汽车摩托车及零部件、电子信息和厨卫家居等重点行业继续保持良好的发展势头，分别实现工业总产值 54.71 亿元、52.29 亿元、70.21 亿元、47.82 亿元和 37.01 亿元，同比增长 7.9%、2.8%、10.3%、6.8%和 5.8%。在高新技术方面，2018 年，战略新兴产业、高新技术产业、装备制造业等三大产业增加值分别占区属规模以上工业比重为 23.4%、50.3%和 61.8%，比重分别比上年提高了 7.2、8.5 和 4.3 个百分点，产业结构继续优化。

固定资产投资仍是拉动奉化区经济增长的重要引擎。2016-2018 年，固定资产投资增速分别为 14.1%、8.5%、25.1%，整体保持较快增速。从投资领域来看，2018 年，奉化区第二、三产业投资分别为 34.94 亿元、189.05 亿元，同比增速分别为 1.3%、30.8%。完成基础设施投资 56.46 亿元，增长 21.4%；完成民间投资 162.67 亿元，增长 52.7%。总体看来，奉化区固定资产投资继续发挥对地方生产总值增长拉动作用，但需关注其对基础设施投资的依赖。

进出口贸易方面，2016-2018 年奉化区进出口总额增速分别为-4%、15.5%、-7.1%，波动较大，需关注在当前世界贸易摩擦的背景下，外贸经济后续发展情况。

表4 2016-2018 年奉化区主要经济指标及同比变化情况

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（亿元）	602.36	5.7%	549.93	5.5%	488.27	6.1%
第一产业增加值（亿元）	30.01	2.5%	31.28	2.3%	31.20	1.8%
第二产业增加值（亿元）	355.21	4.6%	328.27	2.2%	292.01	5.2%
第三产业增加值（亿元）	217.14	7.9%	190.37	12.6%	165.06	8.5%
工业增加值（亿元）	324.66	4.6%	306.18	2.5%	271.7	5.3%
固定资产投资（亿元）	223.99	25.1%	219.18	8.5%	208.02	14.1%
社会消费品零售总额（亿元）	175.79	8.5%	161.95	10.7%	146.35	10.5%
进出口总额（亿元）	199.89	-7.1%	215.06	15.5%	27.83（亿美元）	-4.0%
存款余额（亿元）	672.81	9.7%	613.20	11.0%	552.30	14.0%
贷款余额（亿元）	695.95	15.5%	602.62	10.3%	546.29	-1.0%
人均 GDP（万元）	11.74		10.77		9.95	
人均 GDP/全国人均 GDP	1.82		1.83		1.84	

资料来源：2016-2018 年奉化市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

2018 年奉化区实现公共财政收入 49.47 亿元，同比增长 15.2%，其中税收收入 41.45 亿元，占公共财政收入比重为 83.80%；实现政府性基金收入 92.50 亿元，同比增长 50.41%；同期奉化区公共财政支出为 71.88 亿元，同比增长 5.0%，财政自给率（公共财政收入/公

共财政支出) 为 68.82%。

五、公司治理与管理

按照《公司法》要求，公司设立了股东会、董事会和经理层的法人治理结构。股东会是公司的最高权力机构，行使决定公司经营方针和投资计划等职权。董事会是股东会的常设权利机构，向股东会负责，在股东会闭会期间，负责公司重大事宜的决策。董事会由五人组成，其中职工董事 1 名，设董事长 1 名，任期为 3 年，由国资中心从董事会成员中指定。公司不设监事会，设监事一人，由股东会选举产生，任期三年，任期届满，经股东会决议可连任。

公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理对董事会负责。总经理层下办公室、投资融资部、计划财务部和项目管理部等四个职能部门。整体来看，公司组织结构简单，但基本可满足日常经营需要。

六、经营与竞争

公司承担奉化区土地开发、安置房建设以及代建业务，2016-2018 年，公司分别实现营业收入 17.45 亿元、14.43 亿元和 26.89 亿元，有所波动，2018 年收入提升明显。从收入结构来看，2016-2018 年，公司代建业务、土地开发业务和房产销售业务收入合计占比分别为 98.42%、92.98%、92.91%，是公司收入的主要来源。除上述业务外，公司还有少量租赁、钢铁贸易等业务，规模较小。

受出让地块、安置房的位置、出售价格及成本等因素影响，土地开发业务和房地产销售业务的毛利率波动较大，加之土地开发、房产销售的占比变化，2016-2018 年公司综合毛利率分别为-11.88%、10.29%、5.78%，波动较大。

表5 2016-2018 年公司营业收入情况（单位：万元）

业务类别	2018 年		2017 年		2016 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
代建业务	44,453.44	12.71%	79,205.14	16.25%	-	-
土地开发业务	40,013.72	14.01%	36,697.52	3.38%	156,352.28	-12.65%
房产销售业务	165,337.54	1.94%	18,269.03	-2.75%	15,410.51	-6.43%
租赁业务	1,081.79	15.84%	1,170.10	65.00%	968.35	66.82%
应急资金转贷业务	68.85	61.05%	386.36	-28.67%	895.39	-73.97%
钢铁贸易业务	4,097.58	0.72%	-	-	889.16	5.66%
保安服务	13,820.12	5.99%	8,571.69	7.01%		

合计	268,873.03	5.78%	144,299.85	10.29%	174,515.70	-11.88%
----	------------	-------	------------	--------	------------	---------

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司在建的基础设施项目尚需投资规模大，存在较大的资金压力，且部分基建项目资金回收存在不确定性

公司作为奉化区城市基础设施建设主体，承担了当地较多的基础设施项目建设任务，主要包括道路、防洪及水利等项目。基础设施的业务模式上，主要采取委托代建模式。具体来看，公司及宁波市奉化区滨海建设开发有限公司等子公司与奉化经济开发区管理委员会、宁波滨海旅游休闲管委会等政府部门签订委托代建协议，公司承担项目投融资、建设及竣工后的管理工作，政府单位以根据项目建设成本加成15%-20%的费用向公司分期支付委托代建资金。

2017年以前由于政府单位未对完工项目进行验收，故未确认代建业务收入，2017年政府开始陆续回购已完工项目，公司开始确认相关收入，2017-2018年，公司实现代建业务收入分别为7.92亿元和4.45亿元。公司对部分已完工但尚未结算代建项目入账“长期应收款”，截至2018年末长期应收款余额为2.56亿元。

表6 2017-2018 年公司代建业务收入情况（单位：亿元）

年份	项目名称	确认收入	结转成本
2018 年	纬一路、经二路、纬三	4.45	3.88
2017 年	红绳海塘大坝	4.83	4.09
	迎宾大道、环湖路工程、阳光湖、应家新河工程	3.10	2.54
	合计	7.92	6.63

资料来源：公司提供

截至2018年末，公司主要在建的基础设施项目包括红胜海塘围海填方基础设施建设工程、阳光海湾开发建设工程、甬江防洪工程东江剡江整治工程等项目，均已签订了代建协议，但具体结算方式、结算资金安排尚未确定。截至2018年底，在建项目总投资157.12亿元，已投资金额为112.59亿元，尚需资金的规模超过45.03亿元，未来业务收入存在一定保障，但需关注公司在建项目面临的资金支出压力。

表7 截至 2018 年底公司主要的在建代建项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
红胜海塘围海填方基础设施建设工程	55.46	44.56	10.9
阳光海湾开发建设工程	37.73	29.52	8.21
甬江防洪工程东江剡江整治工程	29.38	18.04	11.34
莼湖快速通道项目	6.61	5.27	1.34
奉化江堤防胡家渡段应急整治工程	5.29	4.82	0.47

泉溪江治理工程	1.82	1.47	0.35
奉化区龙潭滞洪分洪改造工程	12.92	1.42	11.5
尚田段龙潭段工程	1.55	1.39	0.16
莼湖供水工程	1.88	1.12	0.76
浒溪线奉化段改建工程	4.48	4.98	-
合计	157.12	112.59	45.03

资料来源：公司提供

公司在建的自营项目主要为污水处理厂及污水管网建设项目，主要由子公司欣源水务及清源污水进行建设。欣源水务主要从事供水工程、水处理工程的设计、建设，水处理技术咨询、研究、开发；欣源水务主要进行奉化区供水及供水管网的建设，公司自营项目尚未完工，完工后将提供生活用水及工业用水业务。清源污水主要从事污水处理技术咨询、研究、开发，污水处理工程投资、设计、建设，污水处理项目运营管理；清源污水主要进行奉化区方桥污水处理厂项目及相关污水处理管网的建设，公司自营项目尚未完工，完工后将提供生活污水及工业污水处理业务。截至2018年末，公司自营项目包括募投项目总投资8.43亿元，已投资5.81亿元，未来尚需投资2.62亿元。

表8 截至 2018 年底公司主要的在建自营项目情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
沿海供水二期工程	2.41	1.73	0.68
奉化区方桥污水官网工程	4.14	2.59	1.55
松岙镇污水处理厂一期工程	0.48	0.44	0.04
泉溪江污水管网工程	0.68	0.51	0.17
奉化市城区污水处理厂水深度处理工程	0.72	0.54	0.18
合计	8.43	5.81	2.62

资料来源：公司提供

公司土地开发业务收入波动明显，盈利能力持续改善，未来业务收入具备一定保障

公司统筹奉化区规划范围内的土地拆迁及安置房建设并承担河道整治、供水工程等市政建设任务，其中公司土地开发业务主要由子公司宁波市奉化区城市建设投资有限公司（简称“奉化城投”）、宁波市奉化新城开发投资有限责任公司（简称“新城开发”）、宁波市奉化区红胜海塘续建工程开发建设有限公司（简称“红胜海塘”）和宁波市奉化区滨海建设开发有限公司（简称“奉化滨建”）负责。

业务模式方面，2016年及以前，根据《关于奉化市投资有限公司土地出让收入返还相关事宜的通知》，公司先垫资进行土地整理业务，待开发完成后移交土储中心并进行招拍挂程序出售，所获土地出让金在扣除政府税费及其他相关费用后，由奉化区财政局全额返还至公司，以回笼建设资金；2017年底开始，根据与政府单位签订的《委托平整协议》，

公司按照政府单位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，政府单位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。其中，2017年红胜海塘和新城开发土地平整业务收入模式已经转变为委托平整模式，奉化滨建、奉化城投土地平整业务从2018年度开始由出让金返还模式转变为委托平整模式。

2016-2018年，公司土地开发业务实现收入分别为15.64亿元、3.67亿元、4.00亿元，2017年以来收入大幅下滑，主要系2017年以来，公司完成整理并交付结算的土地相对较少。毛利率方面，2016-2018年，公司土地开发业务的毛利率分别为-12.65%、3.38%、14.01%，波动较大，主要系2016年公司整理的滨海新区工业地块和阳光海湾一号至七号地块成交价款较低，同时公司获得的该地块土地出让金占总成交价的比例较低，使得土地开发整理成本倒挂所致；2017-2018年，由于公司土地业务逐渐采用成本加成模式，毛利率随之上升。

表9 2016-2018 年公司土地整理开发收入情况（单位：亩、万元）

年份	名称	出让面积	确认收入
2018 年	滨海新区工业 20 号地块	229.30	6,132.58
	滨海新区工业 18 号地块	113.70	3,203.87
	滨海新区工业 34 号地块	11.16	251.94
	滨海新区工业 12-4 号地块	20.00	480.25
	滨海新区工业 12-1 号地块	21.87	525.52
	滨海新区工业 8-3 号地块	29.70	671.71
	滨海新区栖凤变东侧地块	11.28	271.10
	奉化经济开发区城镇低效用地再开发四号地块	35.44	1,070.29
	宁波竹产业工业园二十二-1, -2, -3, -4 地块	9.55	284.97
	奉化经济开发区尚桥科技工业园 53-1 地块	20.04	576.35
	奉化经济开发区尚桥科技工业园 53-2 地块	11.26	323.84
	奉化经济开发区城镇低效用地再开发二十九号地块	3.27	97.58
	奉化经济开发区朱家河村工业二-1 号地块	2.66	73.52
	奉化经济开发区朱家河村工业一-1, -2 号地块	85.13	2,352.99
	奉化经济开发区上下张村工业地块-1, -2 地块	139.28	4,546.09
	奉化经济开发区尚桥科技工业园十七-2 地块	13.09	361.81
	奉化经济开发区城镇低效用地再开发二十号地块	74.48	2,504.36
	华侨城土地板块 1	299.54	16,284.95
	合计	1,130.75	40,013.72
2017 年	滨海新区开发地块（红胜海塘）	812.12	25,013.64
	奉化经济开发区地块（新城开发）	600.70	10,205.17
	奉化市污水处理厂土地拍卖款	19.92	833.04
	前方路北侧地块拍卖款返还	1.41	645.67
	合计	1,434.14	36,697.52
2016 年	姜家村地块	98.50	3,341.36
	中横村（畎）地块	47.39	3,795.83

朱家河地块	25.00	
沈家堍地块	113.40	
郭范村外婆溪南畝	20.00	
竹产业园区（徒家村）	18.38	349.87
配套费	-	147.00
中央商务区地块	232.00	62,172.19
计生地块	12.07	4,678.89
朝阳纺织地块	41.35	8,747.10
宁波苏宁易达物流投资有限公司	132.30	4,109.38
宁波深国际综合物流港发展有限公司	72.40	
宁波农副产品物流中心有限公司	305.95	18,072.06
宁波国美安迅科技有限公司	117.67	5,096.83
红易仓储（宁波）有限公司	97.80	
阳光海湾 1 号-7 号地块、裘村捣白湾地块	-	15,661.55
奉化区财政局土地返还款	585.89	10,259.36
返还原计生地块出让差额部分	-	19,920.85
合计	1,920.10	156,352.28

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司正在开发整理的土地主要有惠政东路一号区块拆迁、城北区地块拆迁等，账面价值116.78亿元，未来土地开发业务收入具备一定保障，但考虑到土地开发业务收入易受区域土地交易场景气度与政府出让计划等因素影响，未来收入与利润实现规模与时间存在不确定性。

表10 截至 2018 年底公司正在开发整理的土地情况（单位：万元）

名称	用途	已投资额
城北区地块拆迁	住宅	48,896.22
倪家矸拆迁	住宅	18,477.27
牌门村拆迁	住宅	3,980.16
城东大城区块拆迁	住宅	23,044.35
金属材料公司地块	商业	5,112.29
梁家墩、王叶村拆迁	住宅	59,647.08
惠政东路一号区块拆迁	住宅	269,662.66
医药高专地块	住宅	62,471.38
兰桂坊	住宅	1,389.48
惠政老街	商业	9,660.26
历史文化街	商业	385.59
超竣电器制造公司	商业	7,579.13
原朝阳纺织厂地块一期	商业	12,061.68
原朝阳纺织厂地块二期	商业	9,386.04
原污水处理厂地块	商业	4,401.47
东郡尚都北侧 2 号地块	住宅	9,727.56
塔水、惠政区块	住宅	366.5
炒货市场	商业	9,300.17

危旧房改造二期	住宅	308,882.42
危旧房改造三期	住宅	13,142.19
危旧房改造四期	住宅	100,004.96
危旧房改造五期	住宅	71,511.41
危旧房改造六期	住宅	50,306.46
城中村改造三期	住宅	14,998.08
西坞街道白社村二号地块	住宅	4,014.30
小狮子口地块	住宅	49,427.24
合计	-	1,167,836.35

资料来源：公司提供

公司的房屋销售收入和盈利能力持续改善，未来业务持续性较好，但盈利水平仍较低，且需关注在建项目的资金支出压力

公司房地产业务以安置房建设与运营为主，同时涉及少量商业地产和安置房配套住宅，业务运营主体主要为奉化城投、宁波市奉化区锦山河建设投资有限公司（简称“锦山河建投”）和新城开发。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，安置房销售模式主要分为定向销售和市场销售。定向销售方面，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，公司按实际收到的政府补贴和定向销售额确认收入，实际运营中，由于政府指导限价较低而现阶段补贴有限，该部分销售处于亏损状态；市场销售方面，公司以市场价格对外销售剩余安置房，以出售获得的价款确认收入。

公司目前主要在售房产主要包括梁王家园、中山锦庭和中山路地块拆迁安置用房等，2016-2017年公司确认房产销售收入分别为1.54亿元、1.83亿元；同期毛利率分别为-6.43%、-2.75%，持续亏损，主要系当期公司房屋销售以定向销售为主，销售价格偏低，且政府补贴有限，业务持续处于亏损状态。2018年，公司房产销售业务实现收入16.54亿元，同比大幅增长8倍多，主要系本年度金明家园及金水东庭安置房集中交付并确认收入所致；同期毛利率也扭亏为盈，为1.94%，主要系当年市场销售房屋较多，且奉化区当年房价上涨所致。

表11 2016-2018 年公司房屋销售情况（单位：万元、平方米）

年份	项目名称	剩余可销售面积	确认销售收入金额
2018 年	梁王家园	7,844.00	4,101.70
	香山美邸	1,394.00	1,041.65
	丽江名庭	0.00	81.20
	中山锦庭	0.00	109.47
	滨江家苑	561.00	8.57
	金明家园	11,853.00	98,639.02
	金水东庭	694.00	61,355.92
	合计	22,346.00	165,337.54

2017 年	梁王家园	21,753.61 4	12,906.02
	金钟小区	1,670.39	1,302.56
	中山锦庭	56,914.07	156.01
	丽江名庭	123.47	103.87
	滨江家苑	5,685.02	419.68
	香山美邸	5,387.45	3,374.89
	合计	69,780.4	18,263.03
2016 年	梁王家园	43,585.97	9,833.02
	金钟小区	3,868.31	706.74
	中山锦庭	57,405.01	122.96
	丽江名庭	362.14	439.43
	滨江家苑	6,166.43	1,811.02
	香山美邸	10,121.29	1,099.60
	滨江家苑车位	1,032.30	98.57
	梁王家园车位	43.33	43.33
	合计	122,584.8	14,154.67

注：2016年销售收入列式的主要金额，2017销售收入合计数与审计报告上列式数字略有差异，主要系统统计偏差所致。

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在建安置房项目主要有计生地块安置房、中山路地块拆迁安置用房等项目，总投资额为28.44亿元，已投资15.44亿元，尚需投资超过13.00亿元，存在较大的资金压力。

表12 截至 2018 年底，公司主要在建安置房项目建设情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	尚需投资
计生地块安置房	4.02	0.66	3.36
中山路地块拆迁安置用房	12.49	6.89	5.60
江口街道中心棚户区改造项目安置小区（一期）	1.90	1.63	0.27
锦屏街道危旧房改造项目	10.03	6.26	3.77
合计	28.44	15.44	13.00

资料来源：公司提供

截至2018年底，公司在售的房产中尚剩余销售面积为2.23万平方米；在建的安置房总投资规模为28.44亿元，若上述项目未来顺利销售后，将可实现较大规模的房产销售收入，业务持续性较好。

保安服务、租赁业务等经营性业务为公司利润提供一定补充

公司保安服务业务主要由劳务派遣服务和保安服务构成，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，保安公司拥有宁波市奉化区人力资源和社会保障局颁发的《劳务派遣经营许可证》（编号：330283201406100004）以及浙江省公安厅颁发的《保安服务许可证》（浙公保服[20130234]）。保安服务主要由保安公司向企事业单位派遣安保人员并提供保安服务，保安公司收取保安服务费。2017-2018年，公司分别

实现保安服务收入0.86亿元、1.38亿元，毛利率分别为7.01%、5.99%，2018年公司新增与教育局等单位的保安合同，合作对象有所增加，为公司提供较为稳定的收入来源。

公司业务还涉及租赁业务、应急资金转贷和钢铁贸易等，2017年由于宁波宁南贸易物流区开发投资有限公司划出，当年未实现钢铁贸易业务收入，2018年公司新设子公司宁波市奉化区锦泰贸易有限公司（简称“锦泰贸易”）继续开展钢铁贸易业务。2016-2018年，公司分别实现房屋租赁业务收入968.35万元、1,170.10万元、1,081.79万元，盈利能力尚可。

地方政府继续在资产注入与财政补贴方面给予大力支持，提升了公司利润水平与资本实力

公司承担了奉化市大量的土地整理与基础设施建设方面工作，地方政府在财政补贴与资产注入方面给予大力支持。

资产注入方面，2016年公司根据宁波市奉化区财政局出具的《关于债券置换资金无需偿还的确认函》与宁波市奉化区国有资产管理局出具的《关于确认奉化市力兴水利投资有限公司清产核资结果的批复》等文件，公司子公司收到项目拨款2.98亿元，公司获得政府注入土地11.40亿元计入资本公积，政府豁免公司债务7.14亿元等事项，共增加资本公积21.22亿元；2017年，奉化区财政局通过债务置换、注入土地使用权等方式累计增加公司资本公积45.84亿元，但当年公司处置部分子公司股权，资本公积合计减少8.82亿元；2018年，政府豁免公司债务28.26亿元，无偿划拨保安公司给公司，增加公司资本公积0.07亿元，无偿划拨宁波市奉化区东部新城建设投资有限公司（以下简称“东部新城”）增加公司资本公积7.90亿元，同时公司获得专项资金财政补贴0.48亿元，公司共增加资本公积36.71亿元。但当期因转出部分子公司股权及政府无偿回收土地导致资本公积减少6.61亿元。

财政补贴方面，2016年，公司收到甬江防洪工程东江剡江整治工程项目补助、梁家墩、王叶村拆迁安置用房项目补助等项目的财政补贴合计2.46亿元；2017年，公司收到阳光海湾、竹产业园拆迁安置房等项目的补贴共计4.30亿元；2018年，公司收到土地整理业务、阳光海湾项目等补贴共计2.81亿元，上述政府补助有效的提升了当期公司的利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

本报告关于公司财务的分析基于立信中联会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告与由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2017-2018年审计报告，财务报告均按新会计准则编制。2016年，

公司共有宁波大美海湾旅游开发有限公司、宁波市奉化区锦溪建设投资有限公司纳入合并范围，而宁波市奉化区新农村建设有限公司和奉化市民生房地产有限公司不再纳入合并范围；2017年，公司共有宁波市奉化区安澜建设发展有限责任公司、宁波市奉化区惠政物资经营有限公司等6家子公司不纳入公司合并报表范围；2018年，公司新增宁波奉化兴奉国新投资管理有限公司、宁波市奉化区锦泰贸易有限公司等6家纳入合并报表范围子公司，并有宁波市奉化区锦溪建设投资有限公司不再纳入合并报表范围。

2018年6月15日，财政部发布了《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），公司对2017年相关科目进行追溯调整，故2017年数据采取2018年年初数。

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，其他应收款、存货与在建工程占比较高，资产流动性一般

随着股东持续注资及自身业务规模的扩大，近年公司资产规模逐年增长，2018年末为521.29亿元，近三年复合增速为12.61%。从资产结构来看，公司资产主要以其他应收款、和存货等流动资产为主，2018年末流动资产占总资产比例为76.63%。

公司流动资产主要由货币资金、应收票据及应收账款、其他应收款和存货构成。2018年末，公司货币资金为54.08亿元，公司使用受限资金规模为1.01亿元，主要为保证金、定期存款。公司应收票据及应收账款主要为应收奉化经济开发区管理委员会、宁波市奉化区财政局等单位的工程款，2018年末为5.60亿元，受政府回款安排影响近年有所波动。公司其他应收款主要为应收奉化经济开发区管理委员会、宁波市奉化区住宅经营公司等单位的往来借款，2018年末为74.06亿元。截至2018年末，公司应收款项累计计提坏账准备为498.01万元，规模不大，应收对象主要以国企及政府单位为主，回收风险较小，但回收时间不确定。

表13 截至2018年底其他应收款余额前五名情况（单位：万元）

单位名称	款项性质	期末余额	账龄	占其他应收款期末合计数的比例
奉化经济开发区管理委员会	暂借款	61,918.76	1年以	8.36%
宁波市奉化区住宅经营公司	暂借款	60,000.00	1年以	8.10%
宁波珠江开发投资有限公司	暂借款	47,217.34	1年以	6.37%
宁波唯达公路发展有限公司	暂借款	42,700.00	3年上	5.76%
宁波市奉化区新农村建设投资有限公司	暂借款	20,000.00 20,900.00	1-2年 2-3年	5.52%
合计		252,736.11		34.11%

资料来源：公司2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司存货为259.71亿元，近三年复合增长率为11.87%，其中，库存商品为17.26亿元，主要为已经平整完成尚未验收的土地；开发成本为210.69亿元，主要为安置房、拆迁等项目的投入；开发产品为10.83亿元，主要为完工的安置房项目及部分完工的代建项目；待开发土地为20.93亿元，由松岙镇地块、农批市场地块组成。截至2018年末，公司存货中的29.14亿元用于抵押，占存货的比重为11.22%。

公司非流动资产主要包括可供出售金融资产、长期股权投资、在建工程与其他非流动资产。截至2018年末，公司可供出售金融资产为8.90亿元，主要为对宁波市奉化区教育发展投资有限责任公司、宁波市奉化区中小企业融资担保有限公司等公司的股权投资款，其中对宁波奉灵超导技术股份有限公司投资为0.14亿元，鉴于其已经被吊销执照，未来该项投资亏损可能性较大，已全额计提减值准备。截至2018年末，公司长期股权投资规模为29.00亿元，主要为宁波原水集团有限公司、东部新城等公司的股权投资。2018年，公司长期股权在权益法下确认的投资损益为-457.73万元，投资企业的项目收益较差。在建工程主要为道路、水利与防洪等工程，随着在建项目的持续投入，2018年末在建工程规模为46.34亿元。截至2018年末，公司其他非流动资产账面价值为27.43亿元，主要系部分完工项目与土地资产，其账面价值较上年有所减少，主要系土储中心收回莼湖镇四联村（白沙树岗）地块，该地块账面价值36,000.07万元。

表14 2016-2018 年公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	540,845.16	10.38%	452,104.85	9.86%	347,394.57	8.45%
应收票据及应收账款	55,964.53	1.07%	75,681.41	1.65%	67,888.03	1.65%
其他应收款	740,621.86	14.21%	602,258.15	13.13%	383,781.41	9.34%
存货	2,597,066.19	49.82%	2,380,481.23	51.91%	2,075,229.74	50.49%
流动资产合计	3,994,517.06	76.63%	3,555,811.02	77.54%	2,915,847.00	70.94%
可供出售金融资产	89,034.34	1.71%	61,029.16	1.33%	87,491.91	2.13%
长期股权投资	289,973.28	5.56%	113,972.71	2.49%	88,780.39	2.16%
在建工程	463,410.40	8.89%	446,901.81	9.75%	535,972.03	13.04%
其他非流动资产	274,307.84	5.26%	301,921.95	6.58%	339,307.70	8.25%
非流动资产合计	1,218,417.65	23.37%	1,029,814.91	22.46%	1,194,610.89	29.06%
资产总计	5,212,934.71	100.00%	4,585,625.94	100.00%	4,110,457.89	100.00%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

总体来看，公司资产规模继续增加，其他应收款、存货与在建工程占比较高，其中其

他应收款回收时间不确定，存货变现能力不强，在建工程结算时间未明确，整体资产流动性一般。

盈利能力

公司营业收入有所波动，盈利能力波动较大，政府补助对利润贡献较大

公司承担奉化市土地整理开发及安置房建设职能，2016-2018年，公司实现营业收入分别为17.45亿元、14.43亿元、26.89亿元，主要由土地开发、代建及房地产销售等业务收入组成，受土地开发业务收入核算模式变动及安置房集中交付并确认收入，近年公司营业收入波动较大。截至2018年末，公司正在开发整理的土地账面价值116.78亿元；在售的房产中尚剩余销售面积为2.23万平方米；在建的安置房总投资规模为28.44亿元，若施工工程顺利回购，房产项目实现销售与开发的土地对外出让，将可实现较大收入规模，未来业务收入较有保障

毛利率方面，2016-2018年公司综合毛利率分别为-11.88%、10.29%、5.78%，整体有所改善，主要系公司土地开发业务收入核算模式发生变更、土地出让价格提升，成本降低和对外销售安置房面积增多所致。

2016-2018年公司营业利润分别为-4.66亿元、2.04亿元和3.23亿元，扭亏为盈，且逐年增长。此外，2016-2018年公司获得的政府补贴分别为2.46亿元、4.30亿元和2.81亿元，政府补贴占公司当期利润总额的比重分别为64.57%、67.72%、87.81%，政府补助有效提升了公司利润水平。

表15 2016-2018 年公司主要盈利指标情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
营业收入	268,873.03	144,299.85	174,515.70
营业利润	32,285.51	20,428.78	-46,595.42
其他收益	28,148.52	0.00	0.00
营业外收入	145.29	43,589.71	86,096.56
利润总额	31,996.29	63,547.86	38,084.90
净利润	30,303.98	63,473.28	37,953.71
综合毛利率	5.78%	10.29%	-11.88%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现差，在建项目尚需投资规模大，存在较大的资金压力

公司经营活动现金流入主要以商品房预收房款、代建和土地开发业务回款为主，

2016-2018年公司收现比分别为1.05、1.50、1.29，收现情况较好。但受安置房、土地开发等项目投入及支出往来款保持大规模支出的情况下，2016-2018年公司经营活动现金流持续净流出，分别为35.00亿元、16.54亿元、9.70亿元，经营活动现金流表现差。

投资活动方面，公司主要投资活动为道路、供水工程等在建项目投入及企业间往来款的收付，受企业间往来款收付缺口的缩小，近年公司投资活动现金流缺口逐年收窄，2016-2018年分别为29.07亿元、22.98亿元、5.20亿元。

为弥补公司经营活动和投资活动的缺口，近年公司通过政府支持、银行借款与债券融资等方式筹集资金，2016-2018年筹资活动净流入分别为68.14亿元、50.38亿元和96.71亿元。截至2018年底，公司在建基础设施项目尚需资金的规模超过45.03亿元；在建自营项目未来尚需投资2.62亿元；在建安置房项目尚需投资超过13.00亿元；土地开发尚需投入资金，仍存在较大的资金支出压力。

表16 2016-2018 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
收现比	1.29	1.50	1.05
销售商品、提供劳务收到的现金	345,573.60	216,811.22	184,092.27
收到的其他与经营活动有关的现金	444,129.35	567,685.47	289,410.65
经营活动现金流入小计	789,702.95	784,496.69	473,502.93
购买商品、接受劳务支付的现金	462,587.74	420,100.16	499,441.93
支付的其他与经营活动有关的现金	401,801.78	517,074.67	320,562.79
经营活动现金流出小计	886,667.43	949,912.31	823,515.98
经营活动产生的现金流量净额	-96,964.48	-165,415.63	-350,013.05
投资活动产生的现金流量净额	-52,024.64	-229,810.38	-290,692.11
筹资活动产生的现金流量净额	260,729.43	503,814.23	681,414.82
现金及现金等价物净增加额	111,740.31	108,588.23	40,709.65

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司有息债务规模较大，面临较大的偿债压力

得益于地方政府的支持，2018年末公司所有者权益为214.15亿元，近三年复合增长率为34.70%；公司负债规模有所波动，2018年末为307.14亿元，负债增速低于所有者权益增速。受此影响，2016-2018年公司产权比率逐年下滑，2018年末为143.42%，净资产对负债的保障程度仍较弱。

表17 2016-2018 年公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
所有者权益	2,141,530.94	1,713,163.43	1,180,241.71
负债总额	3,071,403.77	2,872,462.51	2,930,216.18
产权比率	143.42%	167.67%	248.27%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

在债务结构方面，公司近年负债以非流动负债为主，截至2018年末占比67.34%。

公司流动负债主要由短期借款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。截至2018年末，公司短期借款为8.46亿元，主要以保证借款为主；其他应付款主要为借款与保证金，2018年末为43.23亿元；一年内到期的非流动负债主要系公司长期借款、应付债券与长期应付款，2018年末为27.73亿元。

公司的非流动负债主要有长期借款、应付债券及长期应付款构成。长期借款主要为质押借款、抵押借款与保证借款等，2018年末为136.30亿元；2018年末，公司应付债券主要由“16奉化债”和奉化“小美竹园”资产收益权产品等债券产品，其中“16奉化债”发行期限为6年，奉化“小美竹园”资产收益权产品等产品均为2018年发行，发行总额为1.23亿元，发行期限均为3年。截至2018年末，公司应付债券余额为11.17亿元，逐年下降，主要系“12奉化债”、“14奉化债”在2018年提前兑付。公司长期应付款主要由融资租赁款、信托贷款及国家开发银行股份有限公司通过宁波市保障性住房建设投资有限公司关于危旧房改造及城中村改造等项目的转贷款构成，2018年末为59.03亿元，其中公司与宁波市保障性住房建设投资有限公司的往来借款余额为28.39亿元，实际贷款人为国家开发银行股份有限公司，借款人为宁波市保障性住房建设投资有限公司，用款人为公司子公司宁波市奉化区锦山河建设投资有限公司，上述借款专项用于奉化区锦屏街道危旧房改造项目、花园新村、南山新村以及城中村改造三期等项目，专款专用，贷款期限为15年至25年不等。

表18 2016-2018 年公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	84,600.00	2.75%	138,800.00	4.83%	135,000.00	4.61%
其他应付款	432,326.44	14.08%	536,290.30	18.67%	554,870.10	18.94%
一年内到期的非流动负债	277,292.00	9.03%	291,922.00	10.16%	295,693.35	10.09%
流动负债合计	1,003,093.12	32.66%	1,090,109.94	37.95%	1,097,023.00	37.44%
长期借款	1,362,975.03	44.38%	1,167,336.00	40.64%	1,183,843.80	40.40%
应付债券	111,748.64	3.64%	178,738.38	6.22%	218,194.40	7.45%
长期应付款	590,336.91	19.22%	431,280.61	15.01%	421,091.70	14.37%

非流动负债合计	2,068,310.66	67.34%	1,782,352.57	62.05%	1,833,193.18	62.56%
负债合计	3,071,403.77	100.00%	2,872,462.51	100.00%	2,930,216.18	100.00%
其中：有息负债	2,426,952.58	79.02%	2,208,076.99	76.87%	2,271,823.26	77.53%

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成，近年持续保持较大规模，2018年末为242.70亿元，占公司负债总额的比重为79.02%。考虑到公司较大的投资计划，资金需求较大，未来公司有息债务规模可能会继续增加，偿债压力将持续加大。

从偿债能力指标来看，受益于资产注入，公司资产负债率由2016年的71.29%下降至2018年的58.92%，但水平仍较高。随着土地开发与房产建设项目的持续投入，流动资产规模有所增加，剔除存货影响后，速动比率水平相对较低，公司实际短期偿债能力应低于账面值。受利润总额影响，2016-2018年公司EBITDA规模有所波动，但有息债务水平仍较高，息税折旧摊销前利润对于利息的覆盖程度仍相对较差。

表19 2016-2018 年公司偿债能力指标

指标名称	2018 年	2017 年	2016 年
资产负债率	58.92%	62.64%	71.29%
流动比率	3.98	3.26	2.66
速动比率	1.39	1.08	0.77
EBITDA（万元）	47,394.82	77,067.15	58,788.69
EBITDA 利息保障倍数	0.42	0.74	0.63
有息债务/EBITDA	51.25	28.65	38.64

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

首先，本期债券募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的来源之一。本期债券募投项目主要通过供水、污水处理等业务实现收入。根据测算报告，募投项目在本期债券存续期内共计可实现净收益51,525.49万元。但募投项目在施工阶段的项目施工进度、项目质量控制等方面，存在一定的不确定性；同时，竣工后污水处理及供水产能是否达预期具有不确定性。

其次，公司经营活动实现的收入是本期债券按时还本付息的重要保障。2016-2018年公司分别实现营业收入174,515.70万元、144,299.85万元和268,873.03万元。截至2018年末，公司在建安置房、土地开发项目规模仍较大，公司未来收入来源较有保障。但近几年公司经营活动产生的现金流净额总体表现差，公司在建项目仍存在较大的资金压力。

最后，资产变现是本期债券按时还本付息的有益补充。截至2018年末，公司其他应收款账面价值74.06亿元，主要为公司往来借款，如能按时收回，能够为公司提供一定的流动性支持；公司存货账面价值259.71亿元，必要时通过资产出让或者用于抵押进行融资的方式，能够为公司提供一定的流动性支持。但公司存货中账面价值为29.14亿元的资产已用于抵押，以工程施工以及土地资产为主的存货集中变现存在一定困难。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，2016年1月1日至报告查询日（2019年6月4日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年底，公司对外担保金额为115.64亿元（对外担保明细见附录二），占所有者权益的54.00%，担保对象为地方国有企业，均无反担保措施，考虑其对外担保规模较大，存在一定的或有负债风险。

附录一 合并资产负债表（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018 年	2017 年	2016 年
货币资金	540,845.16	452,104.85	347,394.57
其他应收款	740,621.86	602,258.15	383,781.41
存货	2,597,066.19	2,380,481.23	2,075,229.74
流动资产合计	3,994,517.06	3,555,811.02	2,915,847.0
总资产	5,212,934.71	4,585,625.94	4,110,457.89
短期借款	84,600.00	138,800.00	135,000.00
其他应付款	432,326.44	536,290.30	554,870.10
一年内到期的长期负债	277,292.00	291,922.00	295,693.35
长期借款	1,362,975.03	1,167,336.00	1,183,843.80
应付债券	111,748.64	178,738.38	218,194.40
长期应付款	590,336.91	431,280.61	421,091.70
总负债	3,071,403.77	2,872,462.51	2,930,216.18
有息债务	2,426,952.58	2,208,076.99	2,271,823.26
所有者权益	2,141,530.94	1,713,163.43	1,180,241.71
营业收入	268,873.03	144,299.85	174,515.70
营业利润	32,285.51	20,428.78	-46,595.42
其他收益	28,148.52	-	-
营业外收入	145.29	43,589.71	86,096.56
利润总额	31,996.29	63,547.86	38,084.90
经营活动产生的现金流量净额	-96,964.48	-165,415.63	-350,013.05
投资活动产生的现金流量净额	-52,024.64	-229,810.38	-290,692.11
筹资活动产生的现金流量净额	260,729.43	503,814.23	681,414.82
财务指标	2018 年	2017 年	2016 年
综合毛利率	5.78%	10.29%	-11.88%
收现比	1.29	1.50	1.05
产权比率	143.42%	167.67%	248.27%
资产负债率	58.92%	62.64%	71.29%
流动比率	3.98	3.26	2.66
速动比率	1.39	1.08	0.77
EBITDA（万元）	47,394.82	77,067.15	58,788.69
EBITDA 利息保障倍数	0.42	0.74	0.63
有息债务/EBITDA	51.21	28.65	38.64

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告

附录二 截至2018年12月31日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保起始日	担保到期日
宁波市奉化区安澜建设发展有限责任公司	140,000.00	2015/9/28	2030/9/27
宁波市奉化区水利建设投资集团有限公司	5,000.00	2018/12/25	2019/12/25
宁波溪口雪窦山风景名胜区开发建设有限公司	30,000.00	2016/4/19	2026/4/17
宁波市奉化区锦溪建设投资有限公司	40,000.00	2017/5/22	2037/5/21
宁波市奉化广电网络有限公司	3,000.00	2018/2/7	2021/2/7
宁波宁南贸易物流区基础设施开发建设有限公司	129,000.00	2016/6/17	2023/12/20
		2016/6/17	2023/12/20
		2016/6/15	2028/6/15
上海城建市政工程（集团）有限公司	30,000.00	2017/12/29	2020/6/22
宁波溪口雪窦山名山开发建设有限公司	30,000.00	2016/1/4	2021/1/14
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	28,000.00	2018/10/29	2019/4/25
		2018/5/22	2020/5/21
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	27,700.00	2018/11/13	2019/11/13
		2018/4/9	2019/4/9
		2018/4/8	2019/4/8
		2018/4/9	2019/4/9
		2018/4/9	2019/4/9
宁波市奉化区三高铁路投资有限公司	20,000.00	2016/3/24	2019/3/24
宁波市奉化区三高铁路投资有限公司	15,000.00	2016/10/27	2019/6/29
		2016/6/30	2019/6/29
宁波溪口雪窦山名山开发建设有限公司	15,000.00	2018/12/24	2022/1/10
宁波市奉化区三高铁路投资有限公司	15,000.00	2016/12/14	2019/12/14
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	13,000.00	2018/5/17	2019/5/17
宁波溪口雪窦山风景名胜区开发建设有限公司	12,000.00	2018/10/24	2020/10/23
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	10,000.00	2018/9/30	2019/9/30
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	10,000.00	2017/2/9	2020/2/9
		2017/2/9	2019/6/21
		2017/2/9	2019/12/21
宁波市奉化区水务有限公司	10,000.00	2018/12/12	2019/12/12
		2018/7/18	2019/7/18
宁波溪口雪窦山风景名胜区自来水有限公司	10,000.00	2018/11/30	2021/11/30
宁波市奉化区三高铁路投资有限公司	10,000.00	2016/2/3	2019/2/2
宁波市奉化区惠源建设有限公司	8,000.00	2017/10/19	2019/10/19
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	8,000.00	2018/12/19	2019/6/18
		2018/10/17	2019/10/16

宁波茗山新农村建设投资有限公司	8,000.00	2018/8/30	2020/8/29
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	5,838.79	2015/5/14	2019/5/13
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	5,838.79	2015/5/29	2019/5/27
宁波宁南贸易物流区开发投资有限公司	5,000.00	2018/4/25	2019/4/25
宁波溪口雪窦山风景名胜区开发建设有限公司	5,000.00	2018/9/29	2019/9/29
宁波大美海湾旅游开发有限公司	5,000.00	2018/11/27	2019/11/26
宁波市奉化区工业投资集团有限公司	5,000.00	2018/9/19	2019/9/18
宁波市奉化区三高速铁路投资有限公司	5,000.00	2016/3/29	2019/3/29
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	3,600.00	2018/3/26	2019/3/26
宁波市奉化区锦南建设有限公司	3,500.00	2018/5/4	2020/5/4
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	3,500.00	2016/7/8	2019/7/7
宁波大美海湾旅游开发有限公司	3,000.00	2018/4/28	2019/4/27
		2018/3/27	2019/3/26
		2018/3/20	2019/3/19
宁波市奉化区尚田城镇建设投资有限公司	3,000.00	2016/1/28	2019/1/28
宁波市奉化区象山港湾城镇建设开发有限公司	3,000.00	2017/4/13	2020/4/10
宁波市奉化区振西城建开发有限公司	3,000.00	2018/12/14	2019/6/11
宁波市奉化区惠源建设有限公司	17,000.00	2017/5/27	2021/6/30
宁波市奉化区惠源建设有限公司	21,000.00	2017/6/16	2022/5/26
宁波市奉化区惠源建设有限公司	12,000.00	2017/7/5	2022/5/26
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	30,000.00	2014/11/20	2019/9/20
宁波市奉化区惠业建设有限公司	29,000.00	2017/3/3	2022/3/2
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	20,000.00	2015/4/2	2020/2/2
宁波奉化中柱建设有限公司	19,000.00	2016/11/17	2019/11/16
宁波市奉化区惠业建设有限公司	15,000.00	2017/4/7	2020/4/7
宁波市奉化区惠政物资经营有限公司	11,000.00	2017/12/27	2020/12/10
宁波市奉化区惠源建设有限公司	10,000.00	2018/4/21	2019/1/20
宁波市奉化区锦晟贸易有限公司	4,000.00	2018/3/2	2019/2/10
宁波市奉化区锦晟贸易有限公司	6,000.00	2018/4/9	2019/4/9
宁波市奉化区锦晟贸易有限公司	4,000.00	2018/3/21	2019/3/21
宁波市奉化区惠业建设有限公司	10,000.00	2017/3/3	2019/3/3
宁波市奉化区惠源建设有限公司	9,000.00	2016/12/14	2019/12/14
宁波市奉化区惠政物资经营有限公司	7,500.00	2017/2/16	2020/2/16
宁波市奉化区锦晟贸易有限公司	7,500.00	2017/2/16	2020/2/16
宁波市奉化区惠源建设有限公司	5,000.00	2018/12/24	2019/12/24
宁波市奉化区溪口旅游集团有限公司	5,000.00	2014/6/18	2019/6/17
宁波市奉化区惠政物资经营有限公司	5,000.00	2018/8/23	2019/8/23
宁波市奉化区惠业建设有限公司	5,000.00	2017/3/30	2019/3/29

宁波市奉化区惠源建设有限公司	5,000.00	2018/1/25	2019/1/24
宁波市奉化区公共交通有限公司	5,000.00	2018/6/22	2019/6/22
宁波市奉化区惠业建设有限公司	3,500.00	2018/6/28	2020/6/28
宁波市奉化九峰城镇建设发展有限公司	3,000.00	2017/4/12	2020/4/10
宁波市奉化区尚田城镇建设投资有限公司	3,000.00	2017/3/15	2020/3/14
宁波市奉化区惠源建设有限公司	3,000.00	2018/8/27	2019/2/26
宁波市奉化区惠业建设有限公司	41,010.00	2013/6/9	2021/3/18
宁波市奉化区惠业建设有限公司	5,100.00	2013/9/30	2021/3/18
宁波市奉化区惠业建设有限公司	2,290.00	2014/1/2	2021/3/18
宁波市奉化区惠业建设有限公司	6,500.00	2018/5/18	2019/5/17
宁波市奉化区惠政物资经营有限公司	7,000.00	2018/10/22	2020/10/22
宁波市奉化广电网络有限公司	15,000.00	2015/10/13	2020/10/13
宁波溪口雪窦山风景名胜区开发建设有限公司	74,000.00	2016/3/29	2026/3/29
奉化泉口投资有限公司	40,000.00	2014/4/9	2019/2/28
宁波市奉化区公共交通有限公司	5,000.00	2017/3/15	2020/3/15
合计	1,156,377.58	-	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录三 截至2018年末公司纳入合并报表范围的子公司（单位：万元）

子公司全称	注册资本	持股比例	业务性质
宁波市奉化区城市建设投资有限公司	134,000.00	93.02%	城市重大建设项目的投资与开发
宁波市奉化保安服务有限公司	1,200.00	100.00%	劳务派遣业务
宁波市奉化区力兴水利投资有限责任公司	30,000.00	100.00%	水利建设项目投资
宁波市奉化区红胜海塘续建工程开发建设有限公司	50,800.00	100.00%	海塘续建工程的开发建设
宁波市奉化区沿港公路投资有限公司	10,000.00	100.00%	公路项目投资
宁波市奉化四明山公路投资有限公司	10,000.00	100.00%	公路项目投资
宁波市奉化区滨海建设开发有限公司	60,000.00	100.00%	房屋工程建筑施工
宁波市奉化区欣源水务有限公司	3,000.00	100.00%	供水工程
宁波市奉化区清源污水处理有限公司	3,000.00	100.00%	污水处理技术咨询、研究、开发
宁波市奉化区锦山河建设投资有限公司	37,792.50	58.21%	棚户区改造
宁波奉化兴奉国新投资管理有限公司	3,000.00	100.00%	投资管理、实业投资、资产管理
宁波市奉化区甬新建设开发有限公司	10,000.00	100.00%	房地产开发建设
宁波市奉化区锦泰贸易有限公司	1,000.00	100.00%	批发、零售
宁波市兴奉开投建设有限公司	20,000.00	100.00%	房地产开发经营
宁波市奉化区金山港区建设有限公司	6,000.00	66.67%	港区基础设施开发
宁波市奉化区锦南建设有限公司	80,000.00	96.25%	市政道路改造
宁波市奉化新城开发投资有限责任公司	12,000.00	100.00%	项目投资
宁波市奉化区仁湖开发建设有限公司	60,000.00	16.67%	浙江奉化 房地产开发、市政道路工程
宁波市奉化区沿海三镇供水有限公司	5,400.00	44.44%	集中式供水生产和供应、给排水工程建设
宁波市奉化区红胜科技有限公司	22,000.00	100.00%	信息技术
宁波市奉化区红胜贸易有限公司	1,000.00	100.00%	服装、服饰、五金交电

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

附录四 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款+1 年内到期的长期有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款

附录五 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、债务人主体长期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、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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。