



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪538号

## 宁波开发投资集团有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“宁波开发投资集团有限公司公开发行2017年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；维持本期债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年六月二十五日

# 宁波开发投资集团有限公司公开发行 2017 年公司债券 跟踪评级报告 (2018)

|        |                             |          |         |
|--------|-----------------------------|----------|---------|
| 发行主体   | 宁波开发投资集团有限公司                |          |         |
| 债券名称   | 宁波开发投资集团有限公司公开发行 2017 年公司债券 |          |         |
| 债券简称   | 17 甬开投                      |          |         |
| 债券代码   | 136881                      |          |         |
| 发行规模   | 10 亿元                       |          |         |
| 存续期限   | 2017.03.22~2022.03.22       |          |         |
| 上次评级时间 | 2017.06.27                  |          |         |
| 上次评级结果 | 债项级别 AAA                    | 主体级别 AAA | 评级展望：稳定 |
| 跟踪评级结果 | 债项级别 AAA                    | 主体级别 AAA | 评级展望：稳定 |

## 概况数据

| 宁波开投            | 2015   | 2016   | 2017   | 2018.Q1 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| 所有者权益 (亿元)      | 132.67 | 144.13 | 159.19 | 165.28  |
| 总资产 (亿元)        | 368.27 | 390.28 | 450.74 | 452.73  |
| 总债务 (亿元)        | 199.26 | 192.61 | 235.38 | 240.74  |
| 营业收入 (亿元)       | 89.09  | 63.93  | 61.24  | 23.91   |
| 营业毛利率 (%)       | 6.13   | 7.59   | 10.09  | 9.58    |
| EBITDA (亿元)     | 21.26  | 21.63  | 24.27  | -       |
| 所有者权益收益 (%)     | 4.11   | 4.67   | 6.18   | 10.00   |
| 资产负债率 (%)       | 63.97  | 63.07  | 64.68  | 63.49   |
| 总债务/EBITDA (X)  | 9.37   | 8.90   | 9.70   | -       |
| EBITDA 利息倍数 (X) | 1.97   | 2.10   | 2.45   | -       |

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；  
2、将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务，并计算相应指标；将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务，并计算相应指标。

## 分析师

李龙泉 [lqli@ccxr.com.cn](mailto:lqli@ccxr.com.cn)  
孙颖熙 [yxsun@ccxr.com.cn](mailto:yxsun@ccxr.com.cn)  
马慧桐 [htma@ccxr.com.cn](mailto:htma@ccxr.com.cn)

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)

2018 年 6 月 25 日

## 基本观点

宁波开发投资集团有限公司（以下简称“宁波开投”或“公司”）是宁波市重要的国有企业，参与宁波市热电联产、文化广场等项目的投资运营，业务结构较为多元化、资产质量较好。同时，公司还持有上市公司和金融机构股权，主要涉及银行、保险等行业，业务稳定性较高，能够贡献较为稳定的投资收益。同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司经营业务持续亏损、债务规模增速较快、债务期限结构有待改善及面临一定的资本支出压力等因素可能对公司整体经营及信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持宁波开投主体信用等级为 AAA，评级展望稳定；维持“宁波开发投资集团有限公司公开发行 2017 年公司债券”信用级别为 AAA。

## 正面

- 较强的区域经济实力。近年来宁波市经济实力不断增强，2017 年，宁波市实现地区生产总值 9,846.9 亿元，同比增长 7.8%，持续增长的区域经济实力为公司业务发展提供了良好的产业环境。
- 多元化业务结构有利于增强整体经营稳定性。公司已形成以能源电力、城市建设、文体产业、金融与资本运作为核心的多元化业务格局，产业布局较为合理，同时公司热电联产业务具有一定的垄断性，均有益于公司经营稳定性的提升。
- 公司资产质量良好，金融股权有助于增强公司资产的流动性。公司是宁波市最大的热电联产运营企业，热电业务运营良好；公司参股的项目具备一定的盈利能力，可以为公司提供较好的投资收益和现金分红；另持有的宁波银行等金融股权具备较好的变现能力，增加了公司的流动性。

- 财务弹性较强。截至 2018 年 3 月末，公司商业银行合计授信额度 348.49 亿元，未使用额度 164.27 亿元。同时，公司子公司宁波热电股份有限公司系上市公司，可有效利用资本市场获得资金支持，融资渠道较为顺畅。

## 关 注

- 经营性业务持续亏损，盈利对投资收益依赖程度高。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司经营性业务分别亏损 9.23 亿元、8.44 亿元和 8.26 亿元和 1.43 亿元，均依靠投资收益才实现最终盈利。
- 债务规模增速较快，债务期限结构有待改善。截至 2018 年 3 月末，公司总债务规模为 240.74 亿元，其中短期债务规模 129.74 亿元，长短期债务比为 1.17 倍。公司债务以短期债务为主，短期偿债压力较大，债务期限结构有待改善。中诚信证评将对公司债务增长情况及后续偿债资金安排保持持续关注。
- 资本支出压力。截至 2018 年 3 月末，公司仍有一定规模的在建和拟建项目，未来随着在建和拟建项目的持续推进，公司将面临一定的资本支出压力。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程 and 标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。



## 募集资金使用情况

宁波开发投资集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（债券简称为“17 甬开投”、证券代码为“136881”）于 2017 年 03 月 21 日发行，实际发行规模为 10 亿，期限为 5 年，最终票面利率为 4.50%，到期日为 2022 年 03 月 22 日。截至报告出具日期，相关募集资金的使用与募集说明书的相关承诺一致。

## 行业及区域经济环境

### 宁波市区域经济概况

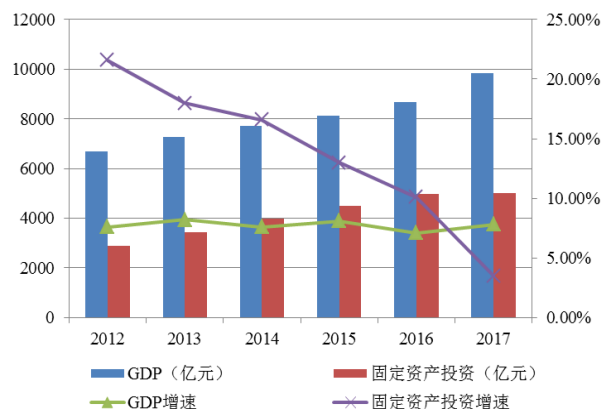
宁波地处东南沿海，位于中国大陆海岸线中段，长江三角洲南翼，为副省级市、计划单列市，系浙江省及长三角南翼经济中心。经过多年积累，宁波市经济发展水平和人均地区生产总值已处于浙江省乃至全国的前列，工业化和城市化程度较高，经济发展较有活力，第三产业在该市经济结构中所占比重逐渐上升，对城市基础设施的需求也更为强烈。宁波市陆域总面积 9,816 平方公里，其中市区面积为 3,730 平方公里；海域总面积为 8,355.8 平方公里，岸线总长为 1,594.4 公里，约占全省海岸线的 24%，共有大小岛屿 614 个，面积 255.9 平方公里。宁波市下辖 6 个区（海曙区、江北区、北仑区、镇海区、鄞州区、奉化区）、2 个县（象山县、宁海县）、2 个县级市（余姚市、慈溪市）。截至 2017 年末，全市常住人口为 800.5 万人，城镇人口占总人口的比重（即城镇化率）为 72.4%。

地区生产总值方面，2017 年，全市实现地区生产总值 9,846.9 亿元，按可比价计算，比上年增长 7.8%。其中，第一产业实现增加值 314.1 亿元，增长 2.4%；第二产业实现增加值 5,105.5 亿元，增长 7.9%；第三产业实现增加值 4,427.3 亿元，增长 8.1%。三次产业之比为 3.2:51.8:45.0。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 124,017 元（按年平均汇率折合 18,368 美元）。

固定资产投资方面，2017 年全市完成固定资产投资 5,009.6 亿元，比上年增长 3.5%。其中，完成民间投资 2,298.2 亿元，增长 11.9%。分领域看，基础设施投资 1,720.5 亿元，增长 10.6%；工业投资 1,356.5 亿元，下降 6.5%，其中工业技改投资 965.7 亿元，下降 13.1%；房地产开发投资 1,374.5

亿元，增长 8.2%。全年商品房销售面积 1,543.6 万平方米，增长 15.5%，其中住宅销售面积 1,283.7 万平方米，增长 14.0%。

图 1：2012~2017 年宁波市 GDP、固定资产投资情况



资料来源：宁波市统计公报，中诚信证评整理

工业经济方面，2017 年全市规模以上工业实现增加值 3,266.7 亿元，增长 9.6%。分行业看，在规模以上工业 35 个行业大类中，有 12 个行业增加值超过 100 亿元，其中汽车制造业实现增加值 493.5 亿元，增长 18.3%；计算机、通信和其他电子设备制造业增长 15.6%，专用设备制造业增长 13.8%。全年规模以上工业企业实现销售产值 15,493.5 亿元，增长 18.4%。全年规模以上工业企业实现利润总额 2,097.9 亿元，增长 22.5%。

财政收入方面，宁波市公共财政预算收入保持增长的态势。较高的财政收入水平和增长速度为宁波市城市基础设施建设提供了强大的资金支持和保障。2017 年，全市一般公共预算收入 1,245.07 亿元，同比增长 10.9%；其中，税收收入 1,043.74 亿元，占一般公共预算收入的比重为 83.83%，税收收入占比较高，收入结构良好。

财政支出方面，2017 年，全市一般公共预算支出 1,410.56 亿元，同比增长 9.4%，其中一般公共服务支出 142.93 亿元，教育支出 214.61 亿元，社会保障和就业支出 150.66 亿元，医疗卫生与计划生育支出 86.76 亿元，狭义刚性支出合计 594.96 亿元，占一般公共预算支出的比重为 42.18%。

从收支平衡来看，2017 年宁波市公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）为 88.27%，处于适中水平。

政府性基金收支方面，受土地出让交易量一项，近年土地出让金收入有所波动。2017 年，全市实现政府性基金预算收入 748.31 亿元，政府性基金预算支出 700.48 亿元。

表 1：2015~2017 年宁波市财政收支情况

单位：亿元

| 主要指标            | 2015     | 2016     | 2017     |
|-----------------|----------|----------|----------|
| <b>一般公共预算收支</b> |          |          |          |
| 一般公共预算财政收入      | 1,006.41 | 1,114.54 | 1,245.07 |
| 其中：税收收入         | 848.16   | 924.22   | 1,043.74 |
| 税收收入占比          | 84.28%   | 82.92%   | 83.83%   |
| 一般公共预算财政支出      | 1,252.64 | 1,289.26 | 1,410.56 |
| 公共财政平衡率         | 80.34%   | 86.45%   | 88.27%   |
| <b>政府性基金收支</b>  |          |          |          |
| 政府性基金收入         | 301.41   | 774.66   | 748.31   |
| 政府性基金支出         | 331.14   | 696.45   | 700.48   |

资料来源：宁波市财政局，中诚信证评整理

总体来看，宁波市经济实力不断增强，一般公共预算财政收入稳步增加，公共财政平衡率适中。宁波市区域经济的稳步增长，为公司业务发展提供了良好的产业环境。

## 电力行业

电力生产行业是关系国计民生的公用事业行业，其发展与宏观经济走势密切相关。2013 年以前，随着我国经济高速增长，国内电力需求保持较快的增长速度，其中 2000~2007 年全社会用电量年复合增长率达 13.63%，2008 年受金融危机影响，用电量增速明显下滑，2009~2012 年，受宏观经济增速波动等因素影响，全社会用电量增速亦有所波动，2013 年我国宏观经济企稳，且受夏季持续高温天气、冬季气温偏暖等影响，2013 年前三季度用电增速逐季回升，第四季度增速有所回落，2013 年全国全社会用电量 53,223 亿千瓦时，同比增长 7.5%。2014 年，全国全社会用电量 55,233 亿千瓦时，同比增长 3.8%，比上年回落 3.7 个百分点，其中第一产业、第二产业、第三产业及城乡居民生活用电量占比分别为 1.80%、73.60%、12.06%和 12.54%。2015 年宏观经济增速延续持续放缓的态势，全国电力供需形势总体宽松。当年全国全社会用电量 55,500 亿千瓦时，同比增长 0.5%，增速同比回落 3.3 个百分点，电力需求增速创 1998 年以来新低。2016 年，随着中国经济增速的企稳，加之夏季持续高温天气的影响，全国全社会用电量 59,198

亿千瓦时，同比增长 5.0%，增幅创三年新高。2017 年，全社会用电量 63,077 亿千瓦时，同比增长 6.6%。分产业看，第一产业用电量 1,155 亿千瓦时，同比增长 7.3%；第二产业用电量 44,413 亿千瓦时，增长 5.5%；第三产业用电量 8,814 亿千瓦时，增长 10.7%；城乡居民生活用电量 8,695 亿千瓦时，增长 7.8%。当前拉动用电增长的主要动力继续从传统高耗能行业继续向服务业和生活用电转换。

电力装机容量方面，虽然近几年用电需求增速放缓，但我国发电设备装机容量仍保持较快增速。截至 2017 年末，全国发电设备装机容量 17.77 亿千瓦，同比增长 7.6%。其中，火电装机容量 11.06 亿千瓦，增长 4.3%；水电装机容量 3.41 亿千瓦，增长 2.7%；核电装机容量 0.36 亿千瓦，增长 6.5%；并网风电装机容量 1.64 亿千瓦，增长 10.5%；并网太阳能发电装机容量 1.30 亿千瓦，增长 68.7%。

电源结构方面，最近几年来，中国通过提高环保标准，鼓励可再生能源、清洁能源和节能性能优良的先进机组加快建设、优先安排发电计划和优先上网销售等方式，逐步改善中国电源结构，降低高污染、高耗能发电机组在中国电力供应中的比例，各类型发电机组装机容量和发电量均有不同比例的上升；同时，火力发电项目的装机容量占全部发电项目装机容量的比重有所下降，但火力发电机组的发电量占电力行业全口径发电量的比重均保持在 71%以上；水电、风电等清洁能源的比重有所上升。

我国发电机组利用小时数的周期性变化与宏观经济及电源投资建设的周期性变化密不可分。2013 年以来，我国经济增速和用电需求增速放缓，受此影响，2015~2017 年全年 6,000 千瓦及以上电厂发电设备平均利用小时数分别为 3,988 小时、3,797 小时和 3,786 小时，整体呈下降态势；同期火电设备平均利用小时数分别为 4,364 小时、4,186 小时和 4,209 小时，水电设备平均利用小时数分别为 3,590 小时、3,619 小时和 3,579 小时，并网风电设备平均利用小时数分别为 1,724 小时、1,745 小时和 1,948 小时，核电设备平均利用小时数分别为 7,403 小时、7,060 小时和 7,108 小时。整体来看，由于自然条件的变化，风电、水电等发电机组类型在发电利用小时上出现一定程度的波动；火电发电机组由于受整体电力需求增速上升影响，2017 年平均利用小时有所上升。

表 2：2015~2017 年中国各类型机组年末装机容量、年度发电量和发电小时数

| 项目        | 2015 年         |               | 2016 年         |               | 2017 年         |               |
|-----------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|
| 装机容量（万千瓦） | 数量             | 比例（%）         | 数量             | 比例（%）         | 数量             | 比例（%）         |
| 火电        | 100,554        | 65.93         | 105,388        | 64.04         | 110,604        | 62.24         |
| 水电        | 31,954         | 20.95         | 33,211         | 20.18         | 34,119         | 19.20         |
| 风电        | 13,075         | 8.57          | 14,864         | 9.03          | 16,367         | 9.21          |
| 核电        | 2,717          | 1.78          | 3,364          | 2.04          | 3,582          | 2.02          |
| 太阳能       | 4,218          | 2.77          | 7,742          | 4.70          | 13,025         | 7.33          |
| 其他        | 9              | 0.01          | 6              | 0.00          | 6              | 0.00          |
| <b>总计</b> | <b>152,527</b> | <b>100.00</b> | <b>164,565</b> | <b>100.00</b> | <b>177,703</b> | <b>100.00</b> |
| 发电量（亿千瓦时） | 数量             | 比例（%）         | 数量             | 比例（%）         | 数量             | 比例（%）         |
| 火电        | 42,307         | 73.71         | 42,886         | 71.60         | 45,513         | 70.92         |
| 水电        | 11,127         | 19.39         | 11,807         | 19.71         | 11,945         | 18.61         |
| 风电        | 1,856          | 3.23          | 2,410          | 4.02          | 3,057          | 4.76          |
| 核电        | 1,714          | 2.99          | 2,132          | 3.56          | 2,483          | 3.87          |
| 太阳能       | 395            | 0.69          | 662            | 1.11          | 1,182          | 1.84          |
| 其他        | 1              | 0.00          | 0              | 0.00          | 0              | 0.00          |
| <b>总计</b> | <b>57,399</b>  | <b>100.00</b> | <b>59,897</b>  | <b>100.00</b> | <b>64,179</b>  | <b>100.00</b> |
| 发电小时（小时）  | 数量             | 增速（%）         | 数量             | 增速（%）         | 数量             | 增速（%）         |
| 火电        | 4,364          | -8.66         | 4,186          | -4.08         | 4,209          | 0.55          |
| 水电        | 3,590          | -2.15         | 3,619          | 0.81          | 3,579          | -1.11         |
| 风电        | 1,724          | -9.26         | 1,745          | 1.22          | 1,948          | 11.63         |
| 核电        | 7,403          | -4.93         | 7,060          | -4.63         | 7,108          | 0.68          |
| 太阳能       | 1,225          | 0.85          | -              | -             | -              | -             |
| <b>平均</b> | <b>3,988</b>   | <b>-8.28</b>  | <b>3,797</b>   | <b>-4.79</b>  | <b>3,786</b>   | <b>-0.29</b>  |

注：上述水电数据包含抽水蓄能的水电站

数据来源：中电联，中诚信证评整理

2016 年 11 月，国家正式发布《电力发展十三五规划（2016~2020 年）》，指出按照非化石能源消费比重达到 15% 的要求，到 2020 年，非化石能源发电装机容量达到 7.7 亿千瓦左右，比 2015 年增加 2.5 亿千瓦左右，占比约 39%，提高 4 个百分点，发电量占比提高到 31%；气电装机容量增加 0.5 亿千瓦，达到 1.1 亿千瓦以上，占比超过 5%；煤电装机容量力争控制在 11 亿千瓦以内，占比降至约 55%，未来电源结构将得到进一步优化。

表 3：电力装机中长期发展目标

单位：亿千瓦

| 类别   | 2015 年 | 2020 年预期 |
|------|--------|----------|
| 煤电   | 9      | <11      |
| 气电   | 0.66   | 1.1      |
| 常规水电 | 2.97   | 3.4      |
| 抽水储能 | 0.23   | 0.40     |
| 风电   | 1.31   | 2.1      |
| 太阳能  | 0.42   | 1.10     |
| 核电   | 0.27   | 0.58     |

资料来源：《电力发展十三五规划（2016~2020 年）》，中诚信证评整理

总体来看，近年来受中国经济增速企稳以及夏季持续高温天气的影响，全社会用电量增速有所回升，全国电力供应能力总体充足，以煤炭为主的能源结构决定了燃煤发电机组在我国电源结构中的主导地位。中诚信证评认为，未来全国用电需求整体上仍将保持增长态势，短期来看，火力发电在电力供应中的主导地位并不会发生改变；但长期来看，在环保和节能减排的压力下，新能源装机比重正在不断增加，我国电源结构更加丰富，可持续发展能力将进一步增强，但火电产能过剩的局面将进一步显现，未来火力发电小时数可能进一步减少。

## 热电联产行业政策

热电联产是指发电厂既生产电能，又利用汽轮发电机作过功的蒸汽对用户供热的生产方式，是指同时生产电、热能的工艺过程，较之分别生产电、热能方式节约燃料。

热电联产，集中供热能够有效地提高能源利用效率，降低能耗，减轻环境污染，是国家政策重点



支持的行业之一，热电联产实行“以热定电”的经营模式，电力优先上网；垃圾焚烧发电也是我国政策鼓励的行业，垃圾焚烧发电可实现垃圾的“资源化、减量化、再利用、无害化”，真正实现循环经济的目标。目前，我国针对垃圾发电的扶持政策主要是增值税即征即退和垃圾集中焚烧补助；此外，公司从事的生物质发电和风力发电也是国家政策支持的环境清洁能源类型，能够享受电量优先上网、电价补贴等优惠政策。2012年10月24日，国务院总理温家宝24日主持召开国务院常务会议，讨论通过《能源发展“十二五”规划》，并明确将推

动能源的高效清洁转化作为“十二五”时期能源发展的重点任务。2013年9月12日，国务院发布《大气污染防治行动计划》，指出发展热电联产成国家大气污染防治重点措施，强调“一区一热源”，现有各类工业园区与工业集中区应实施热电联产或集中供热改造，将工业企业纳入集中供热范围。2015年4月，国家能源局印发《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）》的通知，鼓励发展热电联供、集中供热等供热方式，以天然气（煤层气）、电力等清洁能源替代分散中小燃煤锅炉。

表 4：我国扶持清洁能源及节能减排方面的主要政策

| 时间          | 政策                          | 描述                                                                                                      |
|-------------|-----------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1996年8月9日   | 《关于进一步开展资源综合利用意见的通知》        | 综合利用电厂上网根据情况可享受免交小火电上网配套费、优先发电等政策                                                                       |
| 1998年1月1日   | 《节约能源法》                     | 推广热电联产、集中供热，发展热、电、冷联产以及热、电、煤气三联技术，提高热能综合利用率；发展和推广流化床、无烟燃烧和气化、液化等洁净煤技术                                   |
| 1999年1月12日  | 《关于进一步支持可再生能源发展有关问题的通知》     | 规模3,000千瓦以上项目享受财政贴息；条件许可的情况下电量全部上网；“还本付息+合理利润”的定价机制                                                     |
| 2000年8月22日  | 《关于发展热电联产的规定》               | 符合条件的新建/扩建电厂的增容部分并网免交上网配套费，投产第一年按热电比和总效率签订上网电量；不得以电量指标限制电厂对外供热供汽；已建成/规划的热电联产集中供热范围内不得再建燃煤自备热电厂或永久性供热锅炉房 |
| 2001年12月1日  | 《关于部分资源综合利用及其他产品增值税政策问题的通知》 | 对利用城市生活垃圾生产的电力实行增值税即征即退政策；对利用煤矸石、煤泥、石煤、油母页岩和风力生产的电力实行减半征收增值税政策                                          |
| 2004年1月12日  | 《资源综合利用目录》                  | 明确了综合利用电厂范围                                                                                             |
| 2006年1月1日   | 《中华人民共和国可再生能源法》             | 进一步明确了国家鼓励发展可再生能源的电量上网、电价制定等相关政策                                                                        |
| 2010年7月18日  | 《关于完善农林生物质发电价格政策的通知》        | 生物质发电统一执行上网标杆电价0.75元/千瓦时（含税）                                                                            |
| 2012年6月29日  | 《“十二五”节能环保产业发展规划》           | 提出了“十二五”节能环保产业发展政策措施和总体发展目标；并安排了“十二五”节能环保产业发展重点工程                                                       |
| 2012年8月6日   | 《可再生能源发展“十二五”规划》            | 以《可再生能源法》为基础，制定了一系列支持可再生能源发展的政策，推动可再生能源产业在“十二五”时期快速发展                                                   |
| 2013年9月12日  | 《大气污染防治行动计划》                | 强调“一区一热源”，现有各类工业园区与工业集中区应实施热电联产或集中供热改造，将工业企业纳入集中供热范围                                                    |
| 2015年4月27日  | 《煤炭清洁高效利用行动计划（2015-2020年）》  | 鼓励发展热电联供、集中供热等供热方式，以天然气（煤层气）、电力等清洁能源替代分散中小燃煤锅炉                                                          |
| 2016年12月22日 | 《“十三五”节能环保产业发展规划》           | 提出了“十三五”节能环保产业发展政策措施和总体发展目标；并安排了“十三五”节能环保产业发展重点工程                                                       |
| 2016年12月10日 | 《可再生能源发展“十三五”规划》            | 包括了水能、风能、太阳能、生物质能、地热能、海洋能，明确了2016年至2020年我国可再生能源发展的指导思想、基本原则、发展目标、主要任务、优化资源配置、创新发展方式、完善产业体系及保障措施         |

资料来源：中诚信证评整理

## 行业关注

新电改方案出台和配套文件的推出预示着电力体制改革的再次重启；短期来看这对现有发电及电网

企业的影响较小，但长期来看拥有较多优质电力资源发电企业的规模效应将不断显现；中诚信证评将对未来相关政策的实施效果保持关注



为解决制约电力行业科学发展的突出矛盾和深层次问题，推动结构转型和产业升级，中共中央国务院于 2015 年 3 月内部下发了 9 号文。9 号文规定了在进一步完善政企分开、厂网分开、主辅分开的基础上，按照管住中间、放开两头的体制架构，有序放开输配以外的竞争性环节电价，有序向社会资本开放配售电业务，有序放开公益性和调节性以外的发用电计划；推进交易机构相对独立，规范运行；继续深化对区域电网建设和适合我国国情的输配体制研究；进一步强化政府监管，进一步强化电力统筹规划，进一步强化电力安全高效运行和可靠供应。9 号文发布后，国家发改委等政府部门相继出台 4 个配套政策，分别就清洁能源、需求侧管理、输配电价试点、跨省区交易机制等问题做出了详细的指引；2015 年 11 月，国家发改委、国家能源局再次印发了《关于推进输配电价改革的实施意见》、《关于推进电力市场建设的实施意见》、《关于电力交易机构组建和规范运行的实施意见》、《关于有序放开发用电计划的实施意见》、《关于推进售电侧改革的实施意见》和《关于加强和规范燃煤自备电厂监督管理的指导意见》等 6 个电力体制改革配套文件（以下简称“配套文件”）。配套文件的出台进一步细化了 9 号文中提及的改革方向，总的来说有以下几个方面。

首先是输配电价改革，配套文件进一步明确要按照“准许成本加合理收益”原则，核定电网企业准许总收入和分电压等级输配电价，测算并单列居民、农业等享受的交叉补贴以及工商业用户承担的交叉补贴；改革后，输配电价相对固定，发电价格的波动将直接传导给售电价格；电网企业按照政府核定的输配电价收取过网费，不再以上网电价和销售电价的价差作为主要收入来源，可以保证其向所有用户公平开放、改善服务。目前深圳、内蒙古西部、安徽、湖北、宁夏、云南和贵州已被列入先期试点范围，且上述区域已先后出台了详细的输配电价改革方案，并已获得国家发改委批复。中诚信证评认为，输配电价的单独核算以及电价形成机制将是一个缓慢的过程，未来一段时间内电网企业仍将

保持着集电力输送、电力统购统销、调度交易为一体的状况。

电力市场建设方面，配套文件将电力市场体系分为区域和省（区、市）电力市场，其中区域市场共分为北京电力交易中心（依托国家电网公司组建）和广州电力交易中心（依托南方电网公司组建），其主要负责落实国家计划、地方政府协议，促进市场化跨省跨区交易；同时还制定了优先购电和发电制度，旨在保障公益性、调节性发用电优先购电、优先发电，坚持清洁能源优先上网，并在保障供需平衡的前提下，逐步形成以市场为主的电力电量平衡机制；且还明确未来将建立中长期、跨省和跨区域等类型的交易机制，明确了电力市场主体，并制定了详细的注入标准和退出机制。

配套文件还要求将原来由电网企业承担的交易业务与其他业务分开，从而组建交易机构，规定交易机构不以营利为目的，在政府监管下为市场主体提供规范公开透明的电力交易服务；交易机构主要负责市场交易平台的建设、运营和管理，负责市场交易组织，提供结算依据和相关服务，汇总电力用户与发电企业自主签订的双边合同等。

发用电计划方面，配套文件明确了发用电计划改革的总体思路：通过建立优先购电制度保障无议价能力的用户用电；通过建立优先发电制度保障清洁能源发电、调节性电源发电优先上网；通过直接交易、电力市场等市场化交易方式，逐步放开其他的发用电计划；在保证电力供需平衡、保障社会秩序的前提下，实现电力电量平衡从以计划手段为主平稳过渡到以市场手段为主，并促进节能减排。中诚信证评认为，发用电计划的改革有效保障了清洁能源的发电上网，其在促进清洁能源可持续发展的同时，也为我国早日实现既定的节能减排目标奠定了良好的基础。

售电侧改革方面，本次电改向社会资本放开了增量配电网的建设和运营，同意符合条件的各类主体组建售电公司，并明确同一供电营业区内可以有多个售电公司，但只能有一家公司拥有该配电网经营权，并提供保底供电服务，但同一售电公司可在多个供电营业区内售电；同时配套文件还制定了售

电主体的准入和退出机制。中诚信证评认为，售电侧的放开引入了售电侧的市场竞争主体，长期看将有效提升售电服务质量和用户用能水平，但以目前国内现状来看，国家电网、南方电网以及各地方农网已经占据了相当一部分电网资源，目前的增量配电网可能大多为建设难度大、成本高、投资回报率低且距离电源点较远的人员稀少区，注重效益的社会资本极少会去投入这部分资源，其还需具有保底供电服务职能的国家电网和南方电网等去投入；售电侧的放开使得发电企业也可以进入售电领域，在未来输配电价固定的情况下，拥有较多优质电源的大型发电集团的规模优势将逐步显现，同时也将倒逼发电企业快速寻找适合其持续经营的边际成本，否则将难逃脱倒闭以及被收购重组的命运。

最后，配套文件对自备电厂的规划、审核、管理和参与市场交易等方面也作了相应要求。

2015 年 12 月，国家能源局发布《电力市场运营基本规则（征求意见稿）》、《电力市场监管办法（征求意见稿）》和《电力中长期交易基本规则》等电改三大配套细则（以下简称“3 大细则”）。3 大细则将在《关于推进电力市场建设的实施意见》基础上，兼顾各地实际情况，进一步制定电力交易规则和市场监管体系。

总的来说，9 号文的出台预示着电力体制改革的再次重启，电网企业经营规模和在产业链中的角色和地位将有所调整，不过输配环节的电价核算及终端售电价格的形成机制将是一个缓慢的过程；短期来看这对现有发电企业的影响较小，但长期来看拥有较多优质电力资源发电企业的规模效应将不

断显现，其在整个电力产业链中的地位将逐步提升。6 大配套文件和 3 大细则的出台，意味着新电改即将进入深试水阶段，这将有助于还原电力商品属性，推动电力供应使用从传统方式向更加开放的交易模式转变，加快电力市场化建设进度。中诚信证评将对未来相关政策的实施效果保持关注。

## 业务运营

公司核心业务主要为能源电力、城市建设、文体产业、金融与资本运作四大板块，2015~2017 年公司实现营业收入分别为 89.09 亿元、63.93 亿元和 61.24 亿元。2017 年，公司能源电力、金融与资本运作、城市建设、文体产业各业务板块收入分别为 25.80 亿元、20.70 亿元、10.97 亿元和 2.12 亿元，占营业收入的比重分别为 42.14%、33.80%、17.92% 和 3.46%，其中能源电力、金融与资本运作系公司收入主要来源。根据宁波市国资委对国有企业“瘦身强体”的要求，为进一步集中优势资源发展能源电力等主业，经公司董事会同意，并经宁波市国资委批复，公司将商品贸易经营主体宁波宁电进出口有限公司（以下简称“宁电进出口”）51%的股权转让给宁波市江北区资产经营公司，自 2016 年起，宁电进出口不再纳入公司合并范围，2016 年公司营业收入同比下降 28.24%。同时，作为投资控股型公司，公司投资收益规模较大，系公司盈利的主要来源，2015~2017 年分别为 20.76 亿元、19.07 亿元和 23.03 亿元。2018 年 1~3 月，公司营业收入为 23.91 亿元，投资收益为 5.76 亿元。

表 5：2015~2018.Q1 公司营业收入及占比情况

| 业务板块    | 2015  |        | 2016  |        | 2017  |        | 2018.Q1 |        |
|---------|-------|--------|-------|--------|-------|--------|---------|--------|
|         | 收入    | 占比     | 收入    | 占比     | 收入    | 占比     | 收入      | 占比     |
| 能源电力    | 19.37 | 21.74  | 21.49 | 33.61  | 25.80 | 42.14  | 6.82    | 28.51  |
| 城市建设    | 1.24  | 1.39   | 5.63  | 8.81   | 10.97 | 17.92  | 11.78   | 49.28  |
| 文体产业    | 1.60  | 1.79   | 1.93  | 3.01   | 2.12  | 3.46   | 0.45    | 1.88   |
| 金融与资本运作 | 39.55 | 44.39  | 33.50 | 52.39  | 20.70 | 33.80  | 4.43    | 18.51  |
| 商品贸易    | 25.80 | 28.96  | -     | -      | -     | -      | -       | -      |
| 其他      | 1.54  | 1.72   | 1.39  | 2.18   | 1.64  | 2.68   | 0.43    | 1.80   |
| 营业收入    | 89.09 | 100.00 | 63.93 | 100.00 | 61.24 | 100.00 | 23.91   | 100.00 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

## 能源电力板块

公司能源电力板块主要包括热电联产、电煤配送及其他能源项目。公司热电联产具有“大锅炉、小发电机”的特点，锅炉所产蒸汽全部用于管网供热，余热用于发电。公司供热通过自有供热管网输送给宁波市区（市六区）及部分工业园区（镇海化工区、高新区、大榭等）内各下游用户，在供热区域内具有较高的市场占有率；所生产的电力则通过上网线路直接供给宁波市电业局。

## 热电资产

公司能源电力板块主要由宁波热电股份有限公司（以下简称“宁波热电”）和宁波能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）负责运营。宁波热电成立于 1994 年。2001 年，经宁波市政府甬政发【2001】163 号《关于同意设立宁波热电股份有限公司的批复》，宁波开发区北仑热电有限公司整体变更为宁波热电股份有限公司并于 2004 年 7 月 6 日挂牌上市，向社会公开发行人民币普通股股票 5,000 万股。截至 2018 年 3 月末，宁波热电总股本为 74,693.00 万股，公司持股 30.67%。宁波热电主营业务为热电联产，主要产品为热力、电力等，是目前宁波地区供热面积及供热量最大的热电企业。能源集团成立于 2014 年 10 月，原为宁波电力下属子公司，根据宁波市国资委《关于同意吸收合并宁波电力开发有限公司的批复》（甬国资改【2015】49 号），公司吸收合并宁波电力后，能源集团成为公司一级子公司，公司持股 100%。能源集团为投资型平台公司，不参与被投资企业经营，其自身不是经营的主体。公司通过能源集团作为投资主体进行了一定的参股投资，以期在与主要电力生产集团进行合作的前提下，有效拓展公司能源电力板块业务，截至目前下属参股公司涉及行业包括燃煤发电、太阳能发电、风力发电、热力供应、物资配送等。

两家子公司之间存在一定程度的同业竞争，为有效避免同业竞争问题，宁波热电拟以发行股份及现金支付方式购买公司所持能源集团的股权，以更大程度上实现公司合并范围内能源电力板块资产的上市程度，进一步推动公司能源电力产业的发

展。2017 年 1 月 11 日，宁波热电在上交所发布《宁波热电发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书（草案修订稿）》。2017 年 3 月 15 日，宁波热电收到中国证券监督管理委员会《关于不予核准宁波热电股份有限公司向宁波开发投资集团有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的决定》（证监许可【2017】328 号）。2017 年 3 月 24 日，宁波热电发布《关于终止重大资产重组事项的公告》，承诺自本公告之日起一个月内不再筹划重大资产重组、发行股份购买资产事项。根据 2017 年 4 月 8 日宁波热电公告，宁波开投决定将包括热电企业在内的所有能源类企业托管给宁波热电，并于 2017 年 5 月 25 日签署《委托管理运营服务协议》，委托管理期限自 2017 年 5 月 25 日至 2019 年 5 月 24 日，委托管理期内管理费为 800 万元/年。

截至 2018 年 3 月末，公司热电板块下属子公司合计 39 家，其中控股 26 家，参股 13 家。装机容量方面，截至 2018 年 3 月末，公司权益装机容量 135.58 万千瓦，可控装机容量 46.77 万千瓦，较去年同期略有下降，其中，根据宁波市政府要求，长丰热电燃煤机组于 2017 年停产。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，能源电力板块实现主营业务收入 19.37 亿元、21.49 亿元、25.80 亿元和 6.82 亿元。同时，公司参股企业经营较为稳定，为公司带来一定的投资收益。

表 6：截至 2018 年 3 月末公司能源电力板块主要控股及参股企业装机规模情况

单位：万千瓦、%

|    | 企业名称                 | 装机容量          | 持股比例     | 权益装机容量        |
|----|----------------------|---------------|----------|---------------|
| 控股 | 宁波光耀热电有限公司           | 5.40          | 19.94    | 1.08          |
|    | 宁波热电股份有限公司           | 5.46          | 30.67    | 1.68          |
|    | 宁波明州热电有限公司           | 4.20          | 100.00   | 4.20          |
|    | 宁波溪口抽水蓄能电站有限公司       | 8.00          | 100.00   | 8.00          |
|    | 宁波久丰热电有限公司           | 4.20          | 40.00    | 1.68          |
|    | 宁波科丰燃机热电有限公司         | 11.08         | 98.93    | 10.96         |
|    | 金华宁能热电有限公司           | 1.50          | 30.67    | 0.46          |
|    | 宁波明州生物质发电有限公司        | 1.50          | 100.00   | 1.50          |
|    | 宁波宁电新能源开发有限公司        | 0.07          | 100.00   | 0.07          |
|    | 宁波杭州湾新区宁电日升太阳能发电有限公司 | 0.36          | 75.00    | 0.27          |
|    | 宁波新启锦太阳能发电有限公司       | 0.49          | 75.00    | 0.37          |
|    | 宁波甬余新能源有限公司          | 1.25          | 100.00   | 1.25          |
|    | 宁波甬慈能源开发投资有限公司       | 2.70          | 100.00   | 2.70          |
|    | 宁波甬仑新能源开发有限公司        | 0.56          | 100.00   | 0.56          |
|    | <b>控股合计</b>          | <b>46.77</b>  | <b>-</b> | <b>34.78</b>  |
| 参股 | 万华化学（宁波）热电有限公司       | 10.50         | 35.00    | 3.68          |
|    | 浙江浙能镇海联合发电有限公司       | 34.40         | 30.00    | 10.32         |
|    | 浙江浙能镇海发电有限责任公司       | 86.00         | 11.50    | 9.89          |
|    | 浙江浙能镇海天然气发电有限责任公司    | 78.92         | 11.50    | 9.08          |
|    | 浙江大唐乌沙山发电有限责任公司      | 240.00        | 10.00    | 24.00         |
|    | 国电浙江北仑第三发电有限公司       | 200.00        | 10.00    | 20.00         |
|    | 浙江浙能镇海燃气热电有限责任公司     | 68.10         | 35.00    | 23.84         |
|    | <b>参股合计</b>          | <b>717.92</b> | <b>-</b> | <b>100.80</b> |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

## 电力生产及销售

发电业务方面，根据“以热定电”原则，宁波市经济委员会、宁波电业局每年按照公司上年平均热电比下达当年发电计划，公司每年均与宁波电业局签订并网协议。2016~2017 年及 2018 年一季度，公司控股电厂发电机组利用小时数分别为 3,157.76 小时、3,090.82 小时和 749.92 小时；发电量分别为 15.09 亿千瓦时、14.92 亿千瓦时和 3.62 亿千瓦时；上网电量分别为 13.05 亿千瓦时、12.89 亿千瓦时和 2.65 亿千瓦时，2017 年公司发电量等指标均较上年基本保持稳定。上网电价方面，2016~2017 年及 2018 年一季度，公司平均上网电价分别为 0.5316 元/千瓦时、0.5396 元/千瓦时和 0.5670 元/千瓦时。根据《浙江省物价局关于调整天然气发电机组上网电价的通知》（浙价资【2018】65 号），自 2018 年

5 月 1 日起，天然气发电机组电量电价每千瓦时提高 0.021 元。

表 7：2016~2018.Q1 公司电厂生产运营情况

| 指标            | 2016     | 2017     | 2018.Q1 |
|---------------|----------|----------|---------|
| 发电量（亿千瓦时）     | 15.09    | 14.92    | 3.62    |
| 上网电量（亿千瓦时）    | 13.05    | 12.89    | 2.65    |
| 机组利用小时数（小时）   | 3,157.76 | 3,090.82 | 749.92  |
| 平均上网电价（元/千瓦时） | 0.5316   | 0.5396   | 0.5670  |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理



表 8：2017 年公司主要电厂运营情况

| 项目   | 所属企业           | 装机容量<br>(万千瓦) | 发电量<br>(亿千瓦) | 上网电量<br>(亿千瓦) | 电力收入<br>(亿元) |
|------|----------------|---------------|--------------|---------------|--------------|
| 光耀热电 | 宁波光耀热电有限公司     | 5.40          | 1.22         | 0.94          | 0.41         |
| 春晓项目 | 宁波热电股份有限公司     | 5.46          | 0.41         | 0.40          | 0.42         |
| 金西项目 | 金华宁能热电有限公司     | 1.50          | 0.89         | 0.69          | 0.28         |
| 明州热电 | 宁波明州热电有限公司     | 4.20          | 2.86         | 2.19          | 0.95         |
| 溪口蓄能 | 宁波溪口抽水蓄能电站有限公司 | 8.00          | 1.55         | 1.52          | 0.81         |
| 久丰热电 | 宁波久丰热电有限公司     | 4.20          | 2.44         | 1.82          | 0.79         |
| 科丰热电 | 宁波科丰燃机热电有限公司   | 11.08         | 3.91         | 3.80          | 2.31         |
| 长丰热电 | 宁波长丰热电有限公司     | -             | 0.23         | 0.17          | 0.08         |
| 合计   | -              | 39.84         | 13.51        | 11.53         | 6.05         |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

### 供热业务

公司系宁波市区唯一从事市区集中供热服务和热网运营的企业，供热区域已覆盖宁波市区（市六区）及部分工业园区（镇海化工区、高新区、大榭等），公司生产的蒸汽等热产品主要满足工业、商业、学校等用户需求。截至 2018 年 3 月末，公司控股热源主要有 6 个（科丰热电、明州热电、久丰热电、光耀热电、金西项目、春晓项目），设计供热能力为 1,590T/H，实际供热能力 1,200T/H 共建成热网管道 397KM，供热用户 602 户。公司热源布局较为合理，在供热区域内具有较高的市场占有率。同时，宁波市政府要求在 8 公里的热源供热半径内不得重复建设热源，使得公司的热电联产项目在区域内具有一定的垄断性。2017 年，公司主要控股电厂供热量为 494.83 万吨，实现供热收入 9.17 亿元。

表 9：2017 年公司主要控股电厂供热情况

| 项目   | 装机容量<br>(万千瓦) | 供热量<br>(万吨) | 供热收入<br>(亿元) |
|------|---------------|-------------|--------------|
| 明州热电 | 4.20          | 110.45      | 1.67         |
| 久丰热电 | 4.20          | 225.88      | 4.51         |
| 光耀热电 | 5.40          | 66.04       | 1.30         |
| 科丰热电 | 11.08         | 19.67       | 0.40         |
| 金华宁能 | 1.50          | 61.22       | 1.02         |
| 春晓项目 | 5.46          | 11.57       | 0.27         |
| 合计   | 31.84         | 494.83      | 9.17         |

注：久丰热电供热量包括外购蒸汽量。

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

2017 年，公司主要供热客户为宁波大千纺织有限公司、浙江杭州湾腈纶有限公司、宁波巨化化工科技有限公司等。受国家节能减排、淘汰落后产能

等政策影响，需关注高耗能的工业用户供热量需求缩减对公司供热业务产生的不利影响。

表 10：2017 年公司供热业务前五大下游客户情况

| 下游客户              | 供热量 (万吨) |
|-------------------|----------|
| 宁波大千纺织品有限公司       | 95.25    |
| 浙江杭州湾腈纶有限公司       | 57.54    |
| 宁波巨化化工科技有限公司      | 47.14    |
| 阿克苏诺贝尔化学品（宁波）有限公司 | 34.84    |
| 宁波麦芽有限公司          | 26.09    |
| 合计                | 260.86   |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

供热价格方面，根据宁波市物价局甬价管【2010】80 号文《关于调整集中供热销售价格管理形式的通知》，自 2010 年 9 月 1 日起调整集中供热销售价格管理形式，由原政府定价调整为市场调节价，调整后的集中供热销售价格标准由供热企业根据经营成本和市场供求状况等因素合理制定。公司热力供应价格已与煤炭价格形成了联动机制，每月调整一次，相对电力价格所受管制较小，能够保证合理的利润。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司热力价格分别为 146.29 元/吨、146.03 元/吨、185.93 元/吨和 200.07 元/吨。

### 原材料采购

公司现有电源资产仍以煤电为主，其对燃煤需求量较大。此外，公司下属明州热电等燃气发电厂使用天然气为发电燃料。

煤炭采购方面，公司与宁波市丰华煤业有限公司、宁波明燃物资有限公司等煤炭生产或贸易企业建立了长期的购销关系，并通过签订年度合同进一步保障公司煤炭采购的稳定性。在运作模式上，公

司根据下属电厂的电煤需求计划与上游煤炭供应商签订年度、季度或临时合同，实行集中采购与统一供应。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司煤炭采购量分别为 142.30 万吨、148.74 万吨、156.31 万吨和 41.62 万吨。煤炭采购价格方面，2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司入厂煤炭单价分别为 330.61 元/吨、428.04 元/吨、507.45 元/吨和 570.48 元/吨。2017 年采购价格随当期煤炭市场回暖有所上升。

表 11：2015~2018.Q1 公司煤炭采购情况

| 项目      | 2015   | 2016   | 2017   | 2018.1~3 |
|---------|--------|--------|--------|----------|
| 采购量(万吨) | 142.30 | 148.74 | 156.31 | 41.62    |
| 单价(元/吨) | 330.61 | 428.04 | 507.45 | 570.48   |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

天然气采购方面，公司与浙江省天然气开发有限公司建立了长期的购销关系。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司天然气采购量分别为 0.88 亿立方米、1.10 亿立方米、1.23 亿立方米和 0.39 亿立方米。燃气采购价格方面，合同采购价格随行就市，根据国家统一标准进行调整。2016 年 4 月，浙江省物价局发布浙价资【2016】67 号文《浙江省物价局关于降低企业用气价格的通知》，自 2016 年 4 月 20 号起浙江省天然气开发有限公司向其他天然气发电企业销售天然气的门站价格从每立方米 2.41 元调整为 2.31 元。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司天然气采购价格分别为 2.69 元/立方米、2.07 元/立方米、2.04 元/立方米和 2.02 元/立方米。结算方面，公司燃煤和天然气采购一般为现购模式，主要采取银行转账方式支付，较难获得供应商信用期。

表 12：2015~2018.Q1 公司天然气采购情况

单位：亿立方米、元/立方米

| 项目  | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.1~3 |
|-----|------|------|------|----------|
| 采购量 | 0.88 | 1.10 | 1.23 | 0.39     |
| 单价  | 2.69 | 2.07 | 2.04 | 2.02     |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

## 在建项目

近年来，宁波市逐步淘汰与改造耗煤生产线与设备，提升集中供热企业能效水平，积极发展可再生能源。

截至 2018 年 3 月末，公司能源电力板块主要在建项目为海南临高生物质发电项目和江西铅山生物质发电项目，计划总投资 7.51 亿元，已投资 0.74 亿元。拟建项目主要为丰城宁能生物质发电项目，规划总投资 4.27 亿元。总的来看，公司仍有一定规模的在建及拟建项目，后期具有一定的投资压力，但以上项目建成后，公司热电资产规模有望进一步扩大。

表 13：截至 2018 年 3 月末主要在建及拟建热电项目

单位：亿元

| 项目          | 总投资   | 已投资  |
|-------------|-------|------|
| 在建          |       |      |
| 海南临高生物质发电项目 | 3.69  | 0.01 |
| 江西铅山生物质发电项目 | 3.82  | 0.73 |
| 拟建          |       |      |
| 丰城宁能生物质发电项目 | 4.27  | -    |
| 合计          | 11.78 | 0.74 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司能源电力业务在区域内具有一定垄断地位，经营风险较小，有助于保持公司整体经营的稳定性；同时，公司参股热电企业较多，未来有望保持较为稳定的投资收益。

## 金融与资本运作

公司金融与资本运作板块主要通过两种模式运营：一为通过控股金融类机构进行直接的金融与资本业务的开拓，主要运营主体为宁波宁电投资发展有限公司（以下简称“宁电投资”）、宁波百思乐斯贸易有限公司（以下简称“宁波百思乐斯”）、宁波大宗商品交易所有限公司（以下简称“甬商所”）和宁波海洋产业基金管理公司（以下简称“海洋基金”）等；二为通过参股上市公司股权和金融机构股权，获取投资收益，主要参股公司为宁波银行股份有限公司（以下简称“宁波银行”）、中国大地财产保险股份有限公司（以下简称“大地保险”）等。

宁电投资成立于 2010 年 6 月，注册资本 0.50 亿元，系宁波热电全资子公司，是宁波热电从事金融创新、资本市场运作的窗口和平台，主要从事投资管理、股权投资、新能源技术的研发等业务。截至 2017 年末，宁电投资总资产 5.89 亿元，净资产 2.95 亿元，2017 年实现营业收入 4.00 亿元，净利润 0.06 亿元。宁波百思乐斯也系宁波热电全资子公司。

司，主要从事各类货物和技术的进出口业务，企业投资管理、新能源技术的研发等业务。

甬商所成立于 2011 年 8 月，注册资本 2 亿元，公司持股 60%，系经宁波市政府批准设立的一家集交易、交收、仓储、运输、信息、融资服务为一体的综合性现货商品交易所，采用现货周合同交易的模式，利用国内先进的电子商务平台来开展能源、金属、化工、矿产品、稀土、农林产品等大宗商品的销售。2017 年，根据清理整顿各类交易场所部际联席会议办公室发布《关于做好清理整顿各类交易场所“回头看”前期阶段有关工作的通知》（清整联办【2017】31 号文），甬商所对其之前存在的现货延期交易模式进行整改，对已有客户进行清退及清理，使客户逐步平仓退出。受此影响，2017 年甬商所实现营收大幅减少。

2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司金融与资本运作板块实现收入分别为 39.55 亿元、33.50 亿元、20.70 亿元和 4.43 亿元。2015 年，随着业务的发展，甬商所营业收入大幅增长；2016 年，政府受地方交易所的监管力度加大，公司部分品种停止交易，导致收入持续下滑。

表 14：2015~2018.Q1 公司金融与资本运作板块收入情况

单位：亿元

| 项目     | 2015  | 2016  | 2017  | 2018.Q1 |
|--------|-------|-------|-------|---------|
| 宁电投资   | 3.52  | 3.01  | 4.00  | 1.05    |
| 宁波百思乐斯 | 1.56  | 2.74  | 3.37  | 0.72    |
| 甬商所    | 34.47 | 27.75 | 13.33 | 2.66    |
| 合计     | 39.55 | 33.50 | 20.70 | 4.43    |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

基金投资方面，2011 年 11 月，在宁波市政府的引导下，公司与上海航运产业基金管理有限公司、宁波国家高新区开发投资公司按照 4:4:2 的出资比例共同出资 6,000 万元成立海洋基金，从事海洋及相关产业的投资。2014 年 9 月，公司按照挂牌价在上海联合产权交易所受让上海航运产业基金管理有限公司持有的海洋基金 30% 股权，受让后，公司持有海洋基金 70% 股权。2016 年 11 月，公司收购宁波国家高新区开发投资公司持有的海洋基金 30% 股权，收购后，海洋基金成为公司全资子公司。

司。海洋基金主要服务于宁波市产业发展，所投资项目目前都在投资期，尚无项目退出。

表 15：截至 2018 年 3 月末公司主要基金投资项目

单位：亿元、亿美元

| 基金名称                   | 首期规模  | 认缴规模  | 已出资  |
|------------------------|-------|-------|------|
| 宁波清控金信开投产业投资基金         | 5.00  | 1.50  | 0.75 |
| 乐瑞开投产业基金               | 10.10 | 2.00  | 1.00 |
| 宁波仲慧股权投资基金             | 30.05 | 16.55 | 4.35 |
| 汉德工业 4.0 促进跨境基金（以美元出资） | 10.15 | 0.50  | 0.24 |

注：1、汉德工业 4.0 促进跨境基金以美元出资，其余以人民币出资；2、对宁波仲慧股权投资基金的暂时认缴金额 16.55 亿元包括代鄞州区政府认缴金额 3 亿元。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

此外，公司还持有上市公司和金融机构股权，主要涉及银行、保险等行业，业务稳定性较高，能够贡献较为稳定的投资收益。同时，上市公司股权变现能力较强，有助于增加公司的流动性。

宁波银行组建于 1997 年 4 月，是在宁波市原有 17 家城市信用合作社、1 家城市信用合作社联合社及挂靠城市信用合作社联合社的 4 个办事处的基础上经过重组改制而成的区域性商业银行，并于 2007 年 7 月 19 日在深圳证券交易所挂牌上市。宁波银行目前开展的业务主要包括各类存款、贷款、债券投资、同业存放及拆放业务以及结算、代理等。截至 2018 年 3 月末，公司持有宁波银行 101,394.46 万股，股权比例为 20%，为其第一大股东。宁波银行无控股股东及实际控制人。截至 2017 年末，该行资产总额为 10,320.42 亿元，所有者权益 572.06 亿元，各项存款总额 5,652.54 亿元，各项贷款总额 3,462.01 亿元。2017 年度实现净营业收入 253.02 亿元，同比增长 7.04%；净利润 93.56 亿元，同比增长 19.60%。2017 年，公司投资宁波银行确认的投资收益为 18.22 亿元。

表 16：截至 2018 年 3 月末公司主要权益资产情况

| 持股公司 | 股权比例（%） | 持股数量（万股）   |
|------|---------|------------|
| 宁波银行 | 20.00   | 101,394.46 |
| 大地保险 | 6.46    | 67,348.28  |
| 宁波港  | 0.20    | 2,641.69   |
| 黔源电力 | 3.90    | 1,190.37   |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理



总体来看，受甬商所业务量影响，公司金融与资本运作板块收入持续下滑；同时公司参股上市公司及金融机构股权，能够为公司提供较为稳定的投资收益。未来，随着基金投资的陆续开展，公司金融与资本运作板块业务规模或将进一步扩张。

## 城建板块

公司城建板块涉及旧城改造、商业房地产开发等。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司该板块业务收入分别为 1.24 亿元、5.63 亿元、10.91 亿元和 11.78 亿元，主要来自于商品房销售收入。

表 17：2015~2018.Q1 公司城建板块收入构成情况

单位：亿元

| 项目    | 2015 | 2016 | 2017  | 2018.Q1 |
|-------|------|------|-------|---------|
| 房产销售  | 1.15 | 5.56 | 10.91 | 11.78   |
| 出租及其他 | 0.09 | 0.07 | 0.07  | 0.00    |
| 合计    | 1.24 | 5.63 | 10.98 | 11.78   |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

## 房地产开发

公司房地产开发业务主要由宁波开投置业有限公司（以下简称“开投置业”）负责运营，开投置业具有房地产开发二级资质。2017 年 2 月，为合作开发公元世家四期项目，开投置业将其持有的宁波开投明海置业有限公司（以下简称“明海置业”）51% 股权以 28,057.10 万元的价格转让给宁波万科房地产开发有限公司。至此，公司除维持现有项目开发外，短期内不再拿地开发新项目，后期将以土地一级开发为主。

已开发项目方面，公司现已开发铸坊巷（一期、二期）、望江大厦、天馨苑、中山银座、中山东路住宅及办公楼等项目，所开发项目均位于宁波地区。2015~2017 年，当年销售房产面积分别为 1.06 万平方米、7.25 万平方米和 9.23 万平方米；结算面积分别为 1.19 万平方米、5.95 万平方米和 10.97 万平方米；同期结算收入分别为 1.15 亿元、5.56 亿元和 10.91 亿元。近年，公司房产销售项目主要为公元世家一期、二期和三期，项目合计可售面积 38.99 万平方米，截至 2018 年 3 月末已售面积合计 35.70 万平方米，累计销售金额 38.61 亿元。

表 18：截至 2018 年 3 月末公司项目销售情况

单位：万平方米、亿元、元/平方米

| 项目     | 可售面积  | 已售面积  | 已售金额  | 销售均价   |
|--------|-------|-------|-------|--------|
| 公元世家一期 | 7.79  | 7.10  | 7.40  | 10,423 |
| 公元世家二期 | 8.62  | 7.81  | 7.80  | 9,987  |
| 公元世家三期 | 22.58 | 20.79 | 23.41 | 11,260 |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

土地储备方面，截至 2018 年 3 月末，公司持有北仑拿铁城土地面积 135.61 亩。该地块为公司 2010 年竞拍获得，预计 2018 年 9 月开工，规划建筑面积 36.74 万平方米，包括住宅及部分商业开发。

## 旧城改造

2014 年 8 月，公司与宁波市江东区政府签署《江东南穿路区域和甬江东南岸区域旧城改造项目合作协议》，合作推进江东区宁穿路区域和甬江南岸区域旧城区块的改造开发，双方共同出资设立宁波江东开发投资有限公司（以下简称“江东开投”）作为该项目运作主体，截至 2018 年 3 月末，江东开投注册资本 20 亿元，其中宁波开投持股 80%。江东开投与江东区政府合作对江东南穿路区域和甬江东南岸区域实施土地及房屋征收、安置补偿、土地整理及配套基础设施建设，合作开发范围的土地出让收益（市、区两级）全额返还江东开投。

改造项目征收面积约 3,120 亩，项目总投资约 175 亿元。截至 2018 年 3 月末，公司完成项目投资 82.50 亿元，通过土地出让方式回收资金 18.00 亿元，完成征迁面积 88.02 万平方米，后续资金投入计划如下表所示。总的来看，土地一级开发能为公司带来一定收益，但前期面临一定投资压力。

表 19：公司土地一级开发投资计划

单位：亿元

| 年份     | 计划投资金额 |
|--------|--------|
| 2018 年 | 35.00  |
| 2019 年 | 30.00  |
| 2020 年 | 25.19  |
| 2021 年 | 8.81   |
| 合计     | 99.00  |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总的来看，公司该板块经营重心将转向土地一级开发，利用宁波市东部新城开发和旧城区改造，提升公司的综合经营能力。同时，随着项目的推进，



公司具有一定的投资压力。

## 文体产业

公司以宁波文化广场项目为切入点，拓展文体产业板块业务，目前已建成运营的项目主要是宁波文化广场。此外公司与江北区政府签约，投资建设、运营宁波市奥体中心项目，未来公司将形成包含多种业态的文体产业板块。

文化广场项目位于宁波东部新城中央走廊，毗邻新的行政中心。总建筑面积 32 万平方米，其中地上建筑面积 20 万平方米，地下建筑面积 12 万平方米。广场以科技、艺术、时尚为主题，四个功能区块八大主力店项目引进包括保利剧院、CGV 影城、丹麦乐高教育、世博育乐湾、华体集团等在内的国内外知名文化体育品牌，涵盖国际影城、大剧院、科学探索中心、儿童娱乐、教育培训、群艺表演、健身中心、文化会所、艺术沙龙九大主题功能，将公共文化与商业服务有机融合。收入来源方面，文化广场公司就部分业态与国内外知名的文化企业成立合资公司，文化广场公司按持股比例享有合资公司分红，并向合资公司收取租金、物业管理费等。除合资业态外，文化广场公司辅以出租、自营和出售等经营方式。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，公司文体产业分别实现营业收入 1.60 亿元、1.93 亿元、2.12 亿元和 0.45 亿元。

表 20：2015~2018.Q1 公司文体产业板块收入构成情况

单位：亿元

| 项目      | 2015 | 2016 | 2017 | 2018.Q1 |
|---------|------|------|------|---------|
| 科技馆收入   | 0.27 | 0.26 | 0.30 | 0.06    |
| 健身中心收入  | 0.13 | 0.23 | 0.21 | 0.03    |
| 育乐湾儿童职场 | 0.11 | 0.11 | 0.13 | 0.03    |
| 教育培训收入  | 0.07 | 0.11 | 0.13 | 0.03    |
| 朗豪酒店收入  | 0.51 | 0.55 | 0.57 | 0.15    |
| 租赁/物业等  | 0.51 | 0.67 | 0.79 | 0.15    |
| 合计      | 1.60 | 1.93 | 2.12 | 0.45    |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

宁波奥体中心项目位于宁波市江北区，东至洪塘西路，南临姚江、西至广元路、北至北外环快速路，占地总面积约 815 亩，道路、河道及滨江绿地等基础设施配套用地 575 亩。宁波奥体中心项目主要为满足人民群众日益增长的全民健身、运动休闲、文体活动需求，同时承办国家级赛事和综合训

练。宁波奥体中心总投资约 35 亿元，截至 2018 年 3 月末，该项目已投资 21.82 亿元。

总体来看，公司文体产业板块营业收入稳步增长，未来能够对公司营业收入提供一定补充。

## 临港大工业投资

临港工业区是宁波市最重要的工业区之一，主导产业包括石化、钢铁、能源、船舶、造纸等。公司作为宁波市的投资主体，代表宁波市政府参与临港工业区重大项目的投融资及管理服务活动。公司目前投资较大的企业主要有宁波乐金甬兴化工有限公司（以下简称“LG 甬兴”）和宁波宝新不锈钢有限公司（以下简称“宝新不锈钢”）。

表 21：截至 2017 年末公司临港工业区主要投资企业概况

单位：亿元

| 参股公司         | 股权比例 | 可供出售金融资产 | 2017 年获取投资收益 |
|--------------|------|----------|--------------|
| 宁波乐金甬兴化工有限公司 | 25%  | 2.71     | 1.08         |
| 宁波宝新不锈钢有限公司  | 12%  | 3.83     | 0.14         |
| 宁波海螺水泥有限公司   | 15%  | 0.26     | 0.04         |

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

LG 甬兴由公司与中国 LG 化学株式会社共同出资设立，注册资本为 14,239.60 万美元，其中公司持股 25%。LG 甬兴主要生产 ABS 工程塑料和丁苯胶乳，具有 ABS54 万吨/年、丁苯胶乳 7 万吨/年的生产能力，是国内最大的 ABS 生产企业和第二大丁苯胶乳生产企业。2017 年末，LG 甬兴总资产 61.40 亿元，净资产 34.11 亿元；2017 年实现营业收入 125.21 亿元，净利润 13.86 亿元。

宝新不锈钢由公司、宝钢集团有限公司、日本新制钢株式会社、日本阪和兴业株式会社、日本三井物产株式会社五家公司共同投资组建，注册资本 31.88 亿元，其中公司持股 12%。宝新不锈钢经过 1~4 期改扩建工程，现已形成 66 万吨/年的不锈钢生产能力，是国内最大的不锈钢生产基地之一。2015~2017 年及 2018 年 1~3 月，宝新不锈钢钢材产量分别为 68.81 万吨、65.04 万吨、62.05 万吨和 17.47 万吨。

总体来看，公司主要与国内外知名企业合作建设临港型大工业，参与临港工业区重大项目的投资，参股企业整体经营稳定，能够为公司提供一定

的投资收益。

## 酒店经营

公司目前正在建的酒店项目主要为钱湖宾馆项目和钱湖酒店项目。钱湖宾馆项目开发地块位于原沙山村宾馆，拟建酒店宾馆及配套设施，用地面积 71,548 平方米，建筑面积 50,866 平方米，建筑内容包括综合楼、1#楼、2#楼、3#楼、4#楼、文体中心及室外附属工程。项目总投资 10.33 亿元，截至 2018 年 3 月末已完成投资 7.92 亿元，目前钱湖宾馆已开始运营。钱湖酒店项目位于宁波市鄞州区东钱湖镇上水村 03-7 地块，拟建酒店、宾馆及相关配套设施，占地面积 144,282 平方米，总建筑面积约 70,000 平方米。钱湖酒店项目主体结构工程、外墙工程已完成，装修工程完成进度 80% 左右、市政景观工程完成进度 80% 左右。项目预计总投资 13.50 亿元，截至 2018 年 3 月末已投资 7.84 亿元。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年度审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，所有数据均为合并口径。

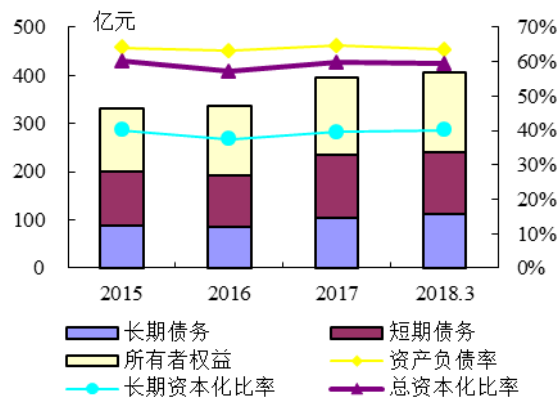
## 资本结构

随着业务规模的扩张及股权投资规模的增长，公司资产和负债规模持续增长。2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司总资产分别为 368.27 亿元、390.28 亿元、450.74 亿元和 452.73 亿元；同期，公司总负债分别为 235.60 亿元、246.15 亿元、291.55 亿元和 287.45 亿元。自有资本实力方面，得益于永续债的发行、国有资本预算拨款及留存收益的积累，公司自有资本不断夯实，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司所有者权益（含少数股东权益）分别为 132.67 亿元、144.13 亿元、159.19 亿元和 165.28 亿元。其中，2017 年，公司获得国有资本预算拨款 2.00 亿元；同期，公司其他权益工具增长为 12.00 亿元，系发行 8 亿元永续债“17 甬开投 MTN001”和 4 亿元可续期债权投资计划。

从财务杠杆比率来看，公司实行较稳健的财务政策，财务杠杆水平一直处于较合理水平。

2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司资产负债率分别为 63.97%、63.07%、64.68% 和 63.49%；同期，公司总资本化比率为 60.03%、57.20%、59.65% 和 59.29%。

图 2：2015~2018.Q1 公司资本结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

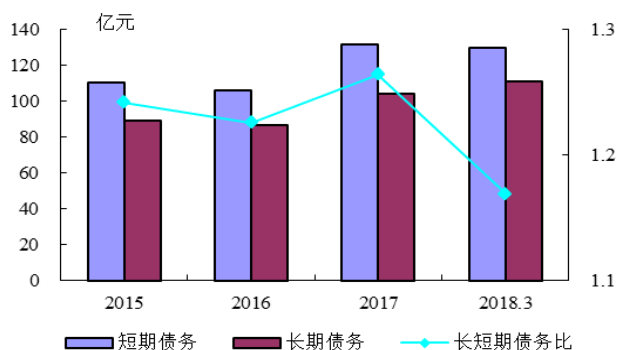
资产结构方面，公司资产以非流动资产为主，截至 2017 年末，公司非流动资产为 303.63 亿元，占总资产比重为 67.36%，主要为可供出售金融资产、长期股权投资、投资性房地产和固定资产，以上各项占当期非流动资产比重分别为 18.16%、36.61%、12.00% 和 17.92%。其中，可供出售金融资产为 55.15 亿元，主要为对大地保险、宝新不锈钢、LG 甬兴等公司的股权投资，同比增长 108.33%，主要系认购了 20 亿元宁波银行于 2017 年 12 月发行的“宁行转债”；长期股权投资为 111.16 亿元，系公司对合营、联营等企业的投资，较上年增长 10.05 亿元，主要源于权益法下确认的投资收益；投资性房地产为 36.43 亿元，主要为公司用于出租的各类物业，采用成本模式进行后续计量；固定资产为 54.40 亿元，主要为房屋及建筑物、机器设备、运输工具和管网等。同期，公司流动资产为 147.11 亿元，主要为货币资金、存货和其他流动资产，以上各项占流动资产的比重分别为 33.31%、51.78% 和 6.85%。其中，货币资金 49.00 亿元，主要为银行存款 47.27 亿元；存货 76.17 亿元，主要为开发成本、开发产品和库存商品，且年末提跌价准备余额为 8.03 亿元，其中，由于明海置业开发的镇海商帮西侧地块及镇海新城 ZH06-07-29-01 地块项目的土地获取成本较高，受宏观调控政策后续影响，公司经测算后近三年分别计提存货跌价准备 6.55 亿

元、2.30 亿元和 2.77 亿元，由于公司硇岗街地块被政府征用为 CBD 建设用地，已投入的开发成本预计无法获得相应补偿，故计提存货跌价准备 1.42 亿元，未来中诚信证评将持续关注公司的存货资产跌价风险；其他流动资产为 10.07 亿元，主要为商业银行理财产品、国债逆回购及委托贷款等。

负债结构方面，公司负债以流动负债为主。截至 2017 年末，公司流动负债为 164.02 亿元，占总负债比例为 56.26%，主要为短期借款、应付账款和预收款项，以上各项占流动负债的比重分别为 75.13%、6.75%和 8.62%。其中，短期借款为 123.23 亿元，同比增长 68.48%，因公司项目投资需要，信用借款账面余额大幅增长，后续公司将通过发行公司债券等方式调整债务结构；应付账款为 11.07 亿元，主要系尚未竣工决算的工程款；预收款项为 14.15 亿元，主要系预售房款。同期，公司非流动负债为 127.53 亿元，主要为长期借款、应付债券、专项应付款和其他非流动负债，以上各项占非流动负债的比重分别为 38.00%、29.00%、14.58%和 14.54%。其中，长期借款 48.46 亿元，基本为银行借款，以信用、资产抵（质）押和保证方式取得；应付债券为 36.99 亿元，系中期票据、企业债和非公开定向债务融资工具；专项应付款为 18.59 亿元，主要系江东区政府返还的 18 亿元土地出让收益，由于开发项目尚未完成，暂挂专项应付款；其他非流动负债为 18.54 亿元，主要系江东开投用于江东旧城改造中安置房建设的专项贷款。

债务期限结构方面，近年公司整体债务规模扩张较快，2015~2017 年末及 2018 年 3 月末，公司总债务分别为 199.26 亿元、192.61 亿元、235.38 亿元和 240.74 亿元。同期，长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.24 倍、1.23 倍、1.26 倍和 1.17 倍。2017 年末，公司累计新增借款较多，新增借款主要用于股权及债权投资项目，属于公司正常经营活动。总的来看，公司债务以短期债务为主，短期偿债压力较大，债务期限结构有待改善。

图 3：2015~2018.Q1 公司债务结构分析



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，2017 年，公司整体资产及债务规模大幅增长，以短期债务为主的债务结构有待改善，中诚信证评将对公司债务增长情况及后续偿债资金安排保持持续关注。

## 盈利能力

公司营业收入主要来源于能源电力、金融与资本运作、城市建设、文体产业板块，2015~2017 年，公司分别实现营业收入 89.09 亿元、63.93 亿元和 61.24 亿元。2016 年，随着宁电进出口股权全部转让，公司不再涉及商品贸易板块，因此当年收入较 2015 年有所下滑。2017 年，根据监管要求，甬商所以对现货延期交易模式进行整改，导致当年交易量大幅减少，对营业收入造成影响。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 23.91 亿元。

毛利率方面，2015~2017 年，公司营业毛利率分别为 6.13%、7.59%和 10.09%，呈现上升趋势。分主要业务板块来看，能源电力板块毛利率小幅下滑，主要系近年来煤价上涨导致供电毛利率有所下滑；城市建设板块毛利率由负转正，主要系受房产市场价格波动影响；文体产业板块毛利率持续为负，主要因为文化广场仍处于培育期，营业收入不足以抵补经营成本及资产折旧摊销支出，而经过近几年的市场培育，营业收入逐年增长，因此近年成本倒挂比例逐渐缩小；金融与资本运作板块目前主要收入为甬交所商品交割收入及交易管理费，由于商品交割为平价进出，使得该板块盈利水平较低。2017 年，由于毛利率较低甬商所收入大幅减少，加之房地产销售业务毛利率由负转正，公司综合毛利率较上年上升 2.5 个百分点。



表 22：2015~2018.Q1 公司营业收入及毛利率分析

单位：亿元

| 项目      | 2015  |         | 2016  |         | 2017  |        | 2018.Q1 |         |
|---------|-------|---------|-------|---------|-------|--------|---------|---------|
|         | 收入    | 毛利率     | 收入    | 毛利率     | 收入    | 毛利率    | 收入      | 毛利率     |
| 能源电力    | 19.37 | 22.36%  | 21.49 | 21.42%  | 25.80 | 19.57% | 6.82    | 15.49%  |
| 城市建设    | 1.24  | -34.83% | 5.63  | -20.07% | 10.97 | 5.48%  | 11.78   | 9.47%   |
| 文体产业    | 1.60  | -10.36% | 1.93  | -7.56%  | 2.12  | -0.94% | 0.45    | -12.39% |
| 金融与资本运作 | 39.55 | 0.65%   | 33.50 | 3.63%   | 20.70 | 1.83%  | 4.43    | 2.20%   |
| 商品贸易    | 25.80 | 2.95%   | -     | -       | -     | -      | -       | -       |
| 其他      | 1.54  | 46.11%  | 1.39  | 22.21%  | 1.64  | 10.31% | 0.43    | 17.73%  |
| 合计      | 89.09 | 6.13%   | 63.93 | 7.59%   | 61.24 | 10.09% | 23.91   | 9.58%   |

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

期间费用方面，公司近三年期间费用相对较高，其中财务费用占了较大比重。2015~2017 年，公司的期间费用及三费收入占比均呈现一定波动，三年期间费用分别为 14.14 亿元、12.52 亿元和 13.32 亿元；同期，三费收入占比分别为 15.87%、19.58% 和 21.75%，且均高于相应年度毛利率水平。2016 年，由于贸易板块的剥离，销售费用大幅下降，且因财务费用有所下降，使得当年期间费用较上年降低。2017 年，由于当年总收入减少，致使期间费用的占比有所上升。2018 年 1~3 月，公司三费合计 3.27 亿元，三费收入占比为 13.66%。总的来看，公司较高的期间费用在一定程度上影响了其盈利水平。

表 23：2015~2018.Q1 公司期间费用分析

单位：亿元

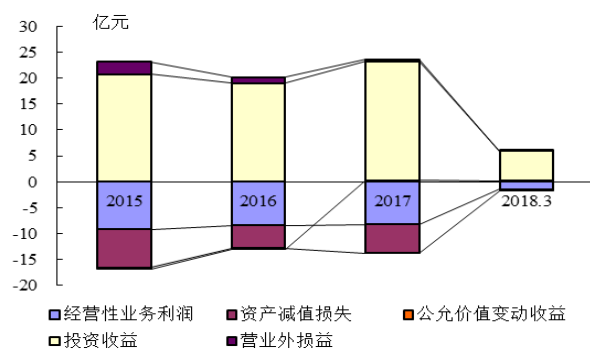
| 项目名称   | 2015   | 2016   | 2017   | 2018.Q1 |
|--------|--------|--------|--------|---------|
| 销售费用   | 2.48   | 1.89   | 2.17   | 0.45    |
| 管理费用   | 3.63   | 3.43   | 3.21   | 0.78    |
| 财务费用   | 8.03   | 7.19   | 7.93   | 2.03    |
| 三费合计   | 14.14  | 12.52  | 13.32  | 3.27    |
| 营业总收入  | 89.09  | 63.93  | 61.24  | 23.91   |
| 三费收入占比 | 15.87% | 19.58% | 21.75% | 13.66%  |

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

利润总额方面，2015~2017 年公司利润总额分别为 6.39 亿元、7.27 亿元和 10.50 亿元，主要来自于投资收益，同期，公司经营性业务利润均为负且均计提了较大的资产减值损失，一定程度上拉低了利润总额。经营性业务利润方面，由于公司近三年期间费用规模较高，远超毛利率水平，使得经营性业务持续亏损，近三年分别为-9.23 亿元、-8.44 亿

元和-8.26 亿元。资产减值损失方面，由于公司获地成本高于市价以及政府征地后预计公司已投入成本无法收回等原因，近三年公司分别确认资产减值损失 7.37 亿元、4.37 亿元和 5.51 亿元。投资收益方面，作为投资管理类企业，投资收益是公司主要的盈利来源，且近年公司参股企业经营情况良好，近三年分别确认投资收益 20.76 亿元、19.07 亿元和 23.03 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现利润总额 4.26 亿元，其中，经营性业务利润和投资收益分别为-1.43 亿元和 5.76 亿元。

图 4：2015~2018.Q1 公司利润总额构成



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

总体来看，公司综合毛利率较低，加之期间费用较高，公司经营性业务盈利能力较弱，主要利润来源于投资收益。公司参股企业经营情况良好，贡献的投资收益水平较高，推动公司盈利规模稳步扩张。

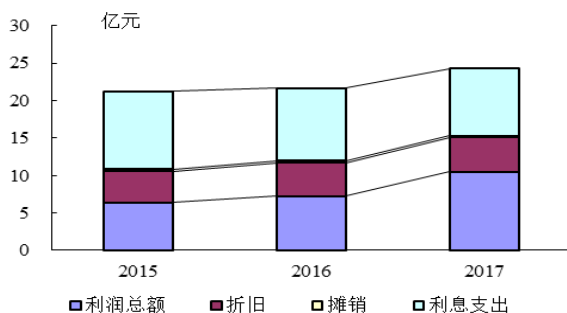
## 偿债能力

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成，2015~2017 年，公司 EBITDA 分别为 21.26 亿元、21.63 亿元和 24.27 亿



元，逐年稳步增长；同期，公司经营活动净现金流分别为-20.97亿元、16.58亿元和-0.59亿元，2017年公司经营活动现金流呈净流出状态，主要系受2017年公司土地出让收益回流减少影响，未来随着土地出让收益的逐步到位，经营活动净现金流有望好转。

图 5：2015~2017 年公司 EBITDA 构成



资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

偿债能力指标方面，公司整体偿债能力有所弱化。2015~2017年，公司总债务/EBITDA 分别为 9.37 倍、8.90 倍和 9.70 倍；同期，EBITDA 利息倍数分别为 1.97 倍、2.10 倍和 2.45 倍。2017 年，公司经营活动净现金流由正转负，无法对债务本息构成保障。

表 24：2015~2018.Q1 公司主要偿债指标

| 项目名称            | 2015   | 2016   | 2017   | 2018.Q1 |
|-----------------|--------|--------|--------|---------|
| 总资产（亿元）         | 368.27 | 390.28 | 450.74 | 452.73  |
| 总债务（亿元）         | 199.26 | 192.61 | 235.38 | 240.74  |
| 资产负债率（%）        | 63.97  | 63.07  | 64.68  | 63.49   |
| 总资本化率（%）        | 60.03  | 57.20  | 59.65  | 59.29   |
| 经营活动净现金流（亿元）    | -20.97 | 16.58  | -0.59  | -1.99   |
| 经营活动净现金/总债务（X）  | -0.11  | 0.09   | 0.00   | -0.04   |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | -1.94  | 1.61   | -0.06  | -       |
| EBITDA（亿元）      | 21.26  | 21.63  | 24.27  | -       |
| 总债务/EBITDA（X）   | 9.37   | 8.90   | 9.70   | -       |
| EBITDA 利息倍数（X）  | 1.97   | 2.10   | 2.45   | -       |

资料来源：公司财务报表，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与建设银行、工商银行、国开行、中国银行、农业银行等多家政策性银行和商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年 3 月末，公司的银行授信总额为 348.49 亿元，已使用 184.23 亿元，未使用 164.27 亿元，备用流动性充足，财务弹性较强。

受限资产方面，截至 2018 年 3 月末，公司受限资产账面价值合计 43.13 亿元，占同期总资产的 9.53%，规模相对较大。受限资产主要包括为金融机构借款抵押给第三方的土地使用权、房屋建筑和设备；质押给第三方的银行承兑汇票等。

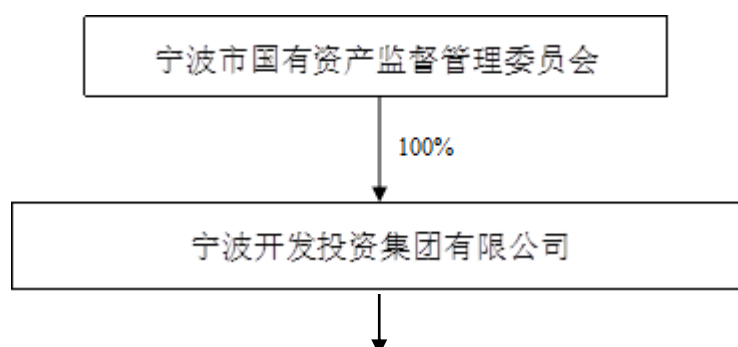
或有事项方面，截至 2018 年 3 月末，公司对外担保合计 11.21 亿元，占当期末净资产的 6.78%，所占比重相对较低，主要系对宁波机场与物流发展集团有限公司、宁波绕城东段高速公路有限公司、宁波市宁晋节能环保科技有限公司和中海油工业气体（宁波）有限公司的担保，或有负债风险相对较小。

综合来看，公司财务杠杆水平一直处于合理水平，整体资产质量良好，财务结构稳健；公司参股投资企业经营情况良好，为公司盈利形成了较好保障；同时，公司融资渠道顺畅，财务弹性较强。

## 结 论

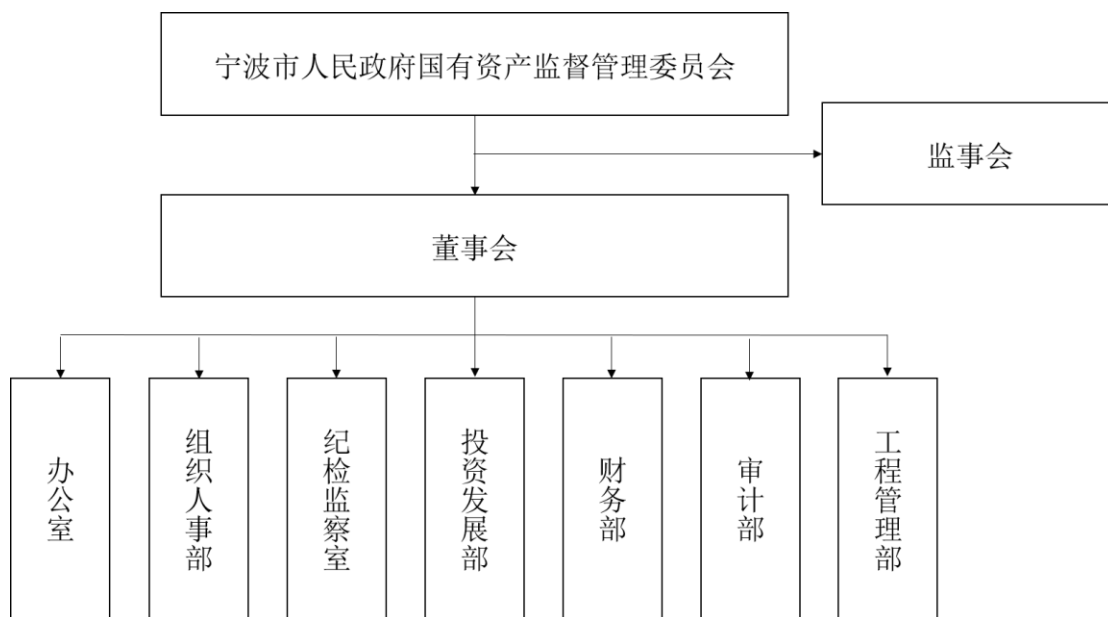
综上，中诚信证评维持宁波开投主体信用等级为 **AAA**，评级展望稳定；维持“宁波开发投资集团有限公司公开发行 2017 年公司债券”信用级别为 **AAA**。

附一：宁波开发投资集团有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



| 序号 | 一级子公司          | 持股比例（%） |
|----|----------------|---------|
| 1  | 宁波凯建投资管理有限公司   | 100.00  |
| 2  | 宁波开投置业有限公司     | 100.00  |
| 3  | 宁波甬兴化工投资有限公司   | 90.00   |
| 4  | 浙甬钢铁投资（宁波）有限公司 | 90.00   |
| 5  | 宁波大桥有限公司       | 81.82   |
| 6  | 宁波热电股份有限公司     | 30.67   |
| 7  | 宁波文化广场投资发展有限公司 | 80.00   |
| 8  | 宁波新城服务投资有限公司   | 100.00  |
| 9  | 宁波天宁物业有限公司     | 100.00  |
| 10 | 宁波江东开发投资有限公司   | 80.00   |
| 11 | 宁波海洋产业基金管理有限公司 | 100.00  |
| 12 | 明州控股有限公司       | 100.00  |
| 13 | 宁波奥体中心投资发展有限公司 | 68.75   |
| 14 | 宁波大宗商品交易所有限公司  | 60.00   |
| 15 | 宁波钱湖宾馆有限公司     | 74.11   |
| 16 | 宁波钱湖酒店有限公司     | 100.00  |
| 17 | 宁波能源集团有限公司     | 100.00  |
| 18 | 宁波溪口抽水蓄能电站有限公司 | 40.89   |
| 19 | 宁波华生国际家居广场有限公司 | 95.00   |

附二：宁波开发投资集团有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



**附三：宁波开发投资集团有限公司主要财务数据及指标**

| 财务数据（单位：万元）     | 2015         | 2016         | 2017         | 2018.Q1      |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金            | 443,617.65   | 347,324.64   | 489,974.34   | 422,237.48   |
| 应收账款净额          | 22,315.58    | 30,522.80    | 38,727.47    | 41,126.09    |
| 存货净额            | 701,427.14   | 802,163.60   | 761,683.22   | 684,322.74   |
| 流动资产            | 1,392,288.58 | 1,400,104.03 | 1,471,119.87 | 1,326,877.82 |
| 长期投资            | 1,150,980.79 | 1,275,804.40 | 1,663,030.73 | 1,794,692.43 |
| 固定资产合计          | 994,606.45   | 1,001,698.71 | 1,049,600.05 | 1,084,512.20 |
| 总资产             | 3,682,666.90 | 3,902,752.36 | 4,507,427.69 | 4,527,312.21 |
| 短期债务            | 1,103,666.02 | 1,060,700.78 | 1,314,144.42 | 1,297,433.27 |
| 长期债务            | 888,932.34   | 865,385.87   | 1,039,638.25 | 1,109,993.43 |
| 总债务             | 1,992,598.36 | 1,926,086.65 | 2,353,782.67 | 2,407,426.70 |
| 总负债             | 2,355,985.20 | 2,461,454.84 | 2,915,509.46 | 2,874,498.83 |
| 所有者权益（含少数股东权益）  | 1,326,681.70 | 1,441,297.52 | 1,591,918.23 | 1,652,813.37 |
| 营业总收入           | 890,933.84   | 639,334.67   | 612,357.22   | 239,068.22   |
| 三费前利润           | 49,120.80    | 40,817.07    | 50,592.62    | 18,366.31    |
| 投资收益            | 207,587.68   | 190,694.76   | 230,339.90   | 57,563.38    |
| 净利润             | 54,510.98    | 67,251.09    | 98,318.41    | 41,316.30    |
| EBITDA          | 212,596.17   | 216,331.61   | 242,708.98   | -            |
| 经营活动产生现金净流量     | -209,735.33  | 165,789.89   | -5,876.37    | -19,907.67   |
| 投资活动产生现金净流量     | -45,662.90   | -126,054.83  | -313,266.09  | -64,001.05   |
| 筹资活动产生现金净流量     | 321,214.04   | -85,675.96   | 474,788.53   | 25,420.82    |
| 现金及现金等价物净增加额    | 66,579.60    | -45,286.08   | 155,047.32   | -58,778.06   |
| 财务指标            | 2015         | 2016         | 2017         | 2018.Q1      |
| 营业毛利率（%）        | 6.13         | 7.59         | 10.09        | 9.58         |
| 所有者权益收益率（%）     | 4.11         | 4.67         | 6.18         | 10.00        |
| EBITDA/营业总收入（%） | 23.86        | 33.84        | 39.64        | -            |
| 速动比率（X）         | 0.48         | 0.44         | 0.43         | 0.42         |
| 经营活动净现金/总债务（X）  | -0.11        | 0.09         | 0.00         | -0.04        |
| 经营活动净现金/短期债务（X） | -0.19        | 0.16         | 0.00         | -0.06        |
| 经营活动净现金/利息支出（X） | -1.94        | 1.61         | -0.06        | -            |
| EBITDA 利息倍数（X）  | 1.97         | 2.10         | 2.45         | -            |
| 总债务/EBITDA（X）   | 9.37         | 8.90         | 9.70         | -            |
| 资产负债率（%）        | 63.97        | 63.07        | 64.68        | 63.49        |
| 总资本化比率（%）       | 60.03        | 57.20        | 59.65        | 59.29        |
| 长期资本化比率（%）      | 40.12        | 37.52        | 39.51        | 40.18        |

注：1、上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

2、将其他流动负债中的有息债务纳入短期债务，并计算相应指标；将长期应付款和其他非流动负债中的有息债务纳入长期债务，并计算相应指标。



#### 附四：基本财务指标的计算公式

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他流动负债

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

## 附五：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                           |
|------|------------------------------|
| AAA  | 债券信用质量极高，信用风险极低              |
| AA   | 债券信用质量很高，信用风险很低              |
| A    | 债券信用质量较高，信用风险较低              |
| BBB  | 债券具有中等信用质量，信用风险一般            |
| BB   | 债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高       |
| B    | 债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高         |
| CCC  | 债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高        |
| CC   | 债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高        |
| C    | 债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息 |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

| 等级符号 | 含义                                 |
|------|------------------------------------|
| AAA  | 受评主体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   | 受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低  |
| A    | 受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低  |
| BBB  | 受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般   |
| BB   | 受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险  |
| B    | 受评主体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  | 受评主体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   | 受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务     |
| C    | 受评主体不能偿还债务                         |

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

|    |                 |
|----|-----------------|
| 正面 | 表示评级有上升趋势       |
| 负面 | 表示评级有下降趋势       |
| 稳定 | 表示评级大致不会改变      |
| 待决 | 表示评级的上升或下调仍有待决定 |

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。