



内部编号: 2025070236

宁波市轨道交通集团有限公司
及其发行的甬轨 YK01 与 25 甬轨 01
跟踪评级报告

项目负责人: 薛雨婷 薛雨婷 xyt@shxsj.com
钟士芹 钟士芹 zsq@shxsj.com
项目组成员:
评级总监: 鞠海龙 鞠海龙

联系电话: (021) 63501349

联系地址: 上海市黄浦区汉口路 398 号华盛大厦 14 层

公司网站: www.shxsj.com



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了调查和诚信义务，所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本次跟踪评级依据评级对象及其相关方提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的真实性、准确性和完整性由资料提供方或发布方负责。本评级机构合理采信其他专业机构出具的专业意见，但不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

本报告并非是某种决策的结论、建议。本评级机构不对发行人使用或引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。本报告的评级结论及相关分析并非对评级对象的鉴证意见。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，本评级机构将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象（或债券）实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更或终止评级对象（或债券）信用等级。本次跟踪评级的前一次债券（跟踪）评级有效期为前一次债券（跟踪）评级报告出具日至本报告出具日止。

本报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以其他方式外传。

未经本评级机构书面同意，本报告、评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。本评级机构对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

评级概要

编号:【新世纪跟踪(2025)100576】

评级对象: 宁波市轨道交通集团有限公司及其发行的甬轨 YK01 与 25 甬轨

	甬轨 YK01	25 甬轨 01
主体/展望/债项/评级时间		
本次跟踪:	AAA/稳定/AAA/2025 年 7 月 28 日	AAA/稳定/AAA/2025 年 7 月 28 日
首次评级:	AAA/稳定/AAA/2025 年 4 月 25 日	AAA/稳定/AAA/2025 年 4 月 25 日



评级观点

主要优势:

- 良好的区域发展环境。宁波市是我国东部重要的港口城市，工业基础良好，经济发展水平较高，跟踪期内，宁波市经济保持稳步发展，为宁波轨交经营发展提供了良好的外部发展环境。
- 区域地位突出。宁波轨交仍为宁波市唯一的轨道交通投建及运营主体，区域地位突出且稳固，可持续获得政府在资本金注入及财政补贴等方面较大力度的支持。
- 即期债务偿付保障程度仍高。宁波轨交主营业务收现能力仍较强，且外部融资渠道畅通，整体即期债务偿付保障程度高。

主要风险:

- 偿债压力加大。跟踪期内，宁波轨交刚性债务持续扩张，偿债压力有所加大。此外，公司在建及拟建轨道交通等项目后续资金投入需求仍很大，负债规模预计将进一步增加。
- 利润水平对政府补助依赖度高。宁波轨交业务经营受轨道交通公益属性较强及较大规模期间费用侵蚀等因素影响呈持续亏损，净利润水平对政府补助依赖度高。
- 市场化业务经营风险。跟踪期内，宁波轨交以大宗商品为主的贸易业务仍扩张较快，业务市场化程度高、周期性较强，且存在一定垫资压力，整体经营面临一定风险；此外，公司近年独立开发房产项目力度加大，或将面临一定资金平衡压力。
- 递延付息及劣后偿付风险。甬轨 YK01 允许递延付息，递延支付无递延次数限制，且在破产清算时的清偿顺序劣后于宁波轨交普通债务，存在递延付息及劣后偿付风险。

评级结论

通过对宁波轨交及其发行的上述债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AAA 主体信用等级；认为上述债券还本付息安全性极强，并维持上述债券 AAA 信用等级。

未来展望

本评级机构预计宁波轨交信用质量在未来 12 个月持稳，维持其主体信用评级展望为稳定。

主要财务数据及指标				
项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 第一季度
发行人母公司口径数据:				
货币资金 (亿元)	39.56	36.65	18.03	18.99
刚性债务 (亿元)	1049.47	1359.34	1664.28	1725.73
所有者权益 (亿元)	627.73	731.40	868.54	875.46
经营性现金净流入量 (亿元)	-53.13	-13.55	-31.50	-12.85
发行人合并口径数据及指标:				
总资产 (亿元)	2030.96	2211.53	2716.65	2804.39
总负债 (亿元)	1344.77	1418.57	1775.15	1850.04
刚性债务 (亿元)	1077.08	1427.89	1871.89	1969.67
所有者权益 (亿元)	686.19	792.97	941.49	954.35
营业收入 (亿元)	47.96	105.09	172.34	41.30
净利润 (亿元)	2.23	4.23	2.68	0.06
经营性现金净流入量 (亿元)	30.63	8.71	-54.79	-7.54
EBITDA (亿元)	39.46	46.00	46.14	—
资产负债率[%]	66.21	64.14	65.34	65.97
权益资本/刚性债务[%]	63.71	55.53	50.30	48.45
长短期债务比[%]	174.88	483.57	538.89	608.08
短期刚性债务现金覆盖率[%]	75.47	45.24	37.56	48.56
EBITDA/利息支出[倍]	0.93	1.04	0.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.03	—
注: 根据宁波轨交经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算; 由于 2023 年审计报告对前期会计差错进行了更正, 故本评级报告 2022 年财务数据采用 2023 年审计报告的上期(末)数据。				

发行人本次评级模型分析表			
适用评级方法与模型: 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001 (2024.06)			
评级要素		风险程度	
个体信用	业务风险	1	
	财务风险	3	
	初始信用级别		aa ⁺
	调整因素	合计调整	0
		其中: ①ESG 因素	0
		②表外因素	0
		③业务持续性	0
		④其他因素	0
个体信用级别		aa ⁺	
外部支持	支持因素	+1	
主体信用级别		AAA	
调整因素: (0) 无。			
支持因素: (+1) ① 该公司为宁波市唯一的轨道交通投建及运营主体, 区域地位突出。 ② 该公司由宁波市国资委控股和实际控制, 可持续获得政府在资本金注入及财政补贴等方面较大力度的支持。			

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照宁波市轨道交通集团有限公司 2025 年面向专业投资者公开发行科技创新永续期公司债券（第一期）和 2025 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（品种一）（分别简称“甬轨 YK01”及“25 甬轨 01”）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据宁波市轨道交通集团有限公司（简称“宁波轨交”、“发行人”、“该公司”或“公司”）提供的经审计的 2024 年财务报表、未经审计的 2025 年第一季度财务报表及相关经营数据，对宁波轨交的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

甬轨 YK01 于 2025 年 5 月发行，发行规模为 2.00 亿元，发行期限为 5+N 年，即债券基础期限 5 年，在约定的基础期末及每个续期的周期末，该公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期，在公司不行使续期选择权全额兑付时到期，发行利率为 2.33%；甬轨 YK01 募集资金在扣除发行费用后，拟将不超过 1.80 亿元用于基金、股权出资或置换前期出资，不超过 0.20 亿元补充营运资金，截至 2025 年 6 月末募集资金已按约定用途使用完毕。25 甬轨 01 于 2025 年 5 月发行，发行规模为 16.00 亿元，发行期限为 5 年，发行利率为 2.07%，募集资金在扣除发行费用后，拟将不超过 12.00 亿元用于偿还有息债务，不超过 4.00 亿元补充营运资金，截至 2025 年 6 月末募集资金已按约定用途使用完毕。

数据基础

致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司 2022 年财务报表进行了审计，出具了标准无保留意见的审计报告；2023 年由于与致同会计师事务所（特殊普通合伙）合同到期，公司根据采购招标程序，改聘浙江德威会计师事务所（特殊普通合伙）为公司财务报告审计机构，浙江德威会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2023-2024 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行最新企业会计准则。2023 年，公司对部分前期会计差错进行了更正，故本评级报告 2022 年财务数据采用 2023 年审计报告的上期（末）数据。

2024 年，因业务发展需要，该公司新设宁波市轨道永盈贸易发展有限公司、宁波市一卡通科技有限公司和宁波领耀置业有限公司等 3 家子公司；2025 年第一季度，公司合并范围未发生变化。截至 2025 年 3 月末，公司纳入合并范围内的二级子公司共 11 家。

业务

宁波市是我国东部沿海重要的港口城市，工业基础良好，经济发展水平较高，跟踪期内，宁波市经济保持稳步发展。该公司仍为宁波市轨道交通投建及运营的唯一主体，并从事房产开发及贸易等经营性业务，业务地位保持。2024 年公司客运收入保持稳步增长，但目前客运收入规模仍相对有限，贸易业务收入仍为公司营业收入的最主要来源，跟踪期内，公司贸易业务规模仍扩张较快，带动公司营业收入大幅增长。公司部分独立开发房产项目已开始预售，并已形成一定规模预收售房款，但跟踪期内尚未达到收入结转条件，目前公司在建商品房项目体量较大，或将面临一定去化和资金平衡压力。

1. 外部环境

（1）宏观因素

2025 年第一季度，全球经济增长动能仍偏弱，美国发起的对等关税政策影响全球经济发展预期，供应链与贸易

格局的重构为通胀治理带来挑战。欧元区的财政扩张和货币政策宽松有利于复苏态势延续，美联储的降息行动因“滞”和“涨”的不确定而趋于谨慎。作为全球的制造中心和国际贸易大国，我国面临的外部环境急剧变化，外部环境成为短期内经济发展的主要风险来源。

2025 年第一季度，我国经济增速好于目标，而价格水平依然低位徘徊，微观主体对经济的“体感”有待提升。工业和服务业生产活动在内需改善和“抢出口”带动下有所走强，信息传输、软件和信息技术服务，租赁和商务服务，以及通用设备，电气机械和器材，计算机、通信和其他电子设备，汽车，化工产业链下游等制造行业表现相对突出。有以旧换新补贴的消费品增长较快，其余无政策支持的可选消费仍普遍偏弱，消费离全面回升尚有差距；大规模设备更新和“两重”建设发力，制造业投资保持较快增长，基建投资提速，而房地产投资继续收缩。出口保持韧性，关税政策的影响或逐步显现，对美国市场依赖度较高的行业存在市场转移压力。

在构建“双循环”发展新格局的大框架下，我国对外坚持扩大高水平对外开放，大力拓展区域伙伴关系，优化我国对外贸易区域结构；对内加大政策支持力度，建设全国统一大市场，全方位扩内需，培育壮大新质生产力，持续防范化解重点领域风险，以高质量发展的确定性应对外部不确定性。短期内，加紧实施更加积极有为的宏观政策对冲外部不利影响。央行采取适度宽松的货币政策，择机降准降息，创设新的结构性货币政策工具，支持科技创新、扩大消费、稳定外贸等；财政政策更加积极，地方政府债和超长期特别国债加快发行和资金使用，充分发挥财政资金的带动作用。

转型升级过程中，我国经济增长面临一定压力，而国际贸易形势变化会加深需求相对供给不足的矛盾，但在超常规逆周期调节和全面扩内需的支持下，2025 年有望维持经济增速稳定；加力扩围实施“两新”政策以及大力提振消费，有利于消费增速回升和制造业投资维持相对较快水平；房地产投资降幅收窄，城市更新改造、新型城镇基础设施建设及“两重”建设力度提升将带动基建投资增速逐渐企稳；因关税问题，出口面临的不确定性增加，也会给部分产业带来压力。在强大的国家治理能力、庞大的国内市场潜力以及门类齐全的产业体系基础上，我国经济长期向好的趋势保持不变。

(2) 行业因素

A. 城市基础设施投资

在我国基础设施建设快速推进的过程中，城投企业作为其中的主要参与者，发挥了举足轻重的作用，但同时债务规模也不断增大，风险有所积聚。为进一步规范政府性债务管理，国务院于 2014 年 9 月发布《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43 号，简称“43 号文”），明确提出政府债务不得通过企业举借，剥离城投企业的融资职能。而后，政府隐性债务的管理及化解也被提上日程。坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量成为地方债务风险管控的主基调，也是城投债务管控的主导方向。2023 年 7 月，中央提出制定实施一揽子化债方案，地方政府特殊再融资债券和金融资源债成为相对主要的化债方式。2024 年 11 月，近年来最大力度化债举措出台，主要体现为较大规模增加地方政府专项债务限额以置换存量隐性债务，并强化化债与发展并举，将有益于缓解地方财政及城投企业的化债压力。总体来看，地方政府通过城投新增融资的行为受限，城投企业融资环境总体趋严；但另一方面，基础设施建设在稳增长中的作用仍受到肯定，存量融资的接续工作始终受到重视，政策端为债务周转仍留有空间。

2024 年，受益于一揽子化债政策，城投企业债券发行成本显著下降，期限结构优化，但在房地两市走弱，地方财政承压的背景下，城投企业非标债务负面舆情仍有发生，区域分化仍存。2025 年，在稳增长、防风险和促发展的政策基调下，随着更加积极有为的宏观政策实施，城投企业外部环境有望改善，且在化债求稳的政策意图下，短期内城投企业债务周转的安全性预期得到加强。同时，地方政府隐性债务严监管仍将延续，城投债发行审核或依旧严格，城投企业新增融资难度仍较大，且随着全口径债务监测机制建立，所受债务和融资管控将进一步加强。

政策导向支持地方政府通过并购重组、注入资产等方式，逐步剥离融资平台政府融资功能，转型为市场化企业，近年来城投企业退平台和市场化转型步伐加快，退平台企业数量持续增加。长期来看，无实业支撑的投融资平台的发展空间受限，城投企业需提高自身收入、造血能力及资产质量以保障可持续经营能力，可通过参与城市运营、提供公共服务、进行产业投资与运营等获取市场化现金流，并逐步化解存量债务。城市服务收入的规模化与经济性，产业对基建的反哺对区域的经济水平、资源禀赋、人口集聚等具有较高要求，各地城投转型资源条件存在较大差异。从全国范围来看，由于各地资源禀赋和经济发展水平不同，城投转型也将呈现差异化特征。

B. 城市轨道交通

作为城市基础设施的重要组成部分，城市轨道交通在速度、运量及中长距离运输等方面有较大优势，具有运量大、速度快、安全准时、环保节能等特点，其建设可大幅减轻地面交通运输压力、缓解城市交通拥堵，同时可在一定程度上加快城市区域拓展、提升城市功能，整体具有良好的经济效益和社会效益。近年我国轨道交通行业稳步发展，新增开通轨道交通运营城市和轨道交通运营里程持续增加。截至 2024 年末，我国大陆地区共有 58 个城市开通轨道交通运营，运营线路合计 361 条，运营里程达 12160.77 公里，其中，地铁运营线路 9306.09 公里，占比 76.53%。

城市轨道交通投资建设资金需求大、建设及投资回收期长，建设初期资金投入对地方财政资金拨付存在较高依赖。目前，我国轨道交通建设主体基本为地方国有企业，建设资金来源中项目资本金一般由所在地区财政承担，其余资金主要通过银团贷款、发行债券等外部融资渠道获取。近年随着我国城市轨道交通大规模集中建设期已过加之地方政府管控的加强，轨道交通投资额持续回落，2021-2024 年分别完成建设投资额 5859.80 亿元、5443.97 亿元、5214.03 亿元和 4749.41 亿元，“十四五”期间我国城市轨道交通已由重建设转变为建设、运营并重阶段。

城市轨道交通运营由于公益属性强，长期处于亏损状态，近年各地政府陆续出台成本规制等方案对城市轨道交通企业运营进行补亏，同时城市轨道交通企业也在通过轨道交通相关的广通商及站点周边土地综合开发等经营性业务的拓展来反哺轨道交通建设和运营的资金缺口。2023 年 9 月，中国城市轨道交通协会发布《关于进一步鼓励和发展城市轨道交通场站及周边土地综合开发利用（TOD）的指导意见》，鼓励按照“一体规划、站城融合、多元发展、收益反哺”的原则大力实施场站综合开发，有效建立城市轨道交通企业自我造血的良性运转机制，促进城市轨道交通健康可持续发展。长期来看，城市轨道交通企业对地方财政的依赖度或将有所下降，但中短期内，预计地方财政资本金拨付和补助仍是多数城市轨道交通企业项目建设和运营资金的重要来源。此外，受地方财力和资源禀赋的差异、以及土地和房地产市场景气度等因素影响，城市轨道交通企业 TOD 开发等经营性业务的发展成效或存在一定分化。

（3） 区域因素

宁波市地处我国海岸线中段，是我国 15 个副省级城市和 5 个计划单列市之一，是长江三角洲南翼重要的经济中心城市。宁波市下辖海曙、江北、镇海、北仑、鄞州、奉化等 6 个区，慈溪、余姚 2 个县级市以及宁海、象山 2 个县。截至 2024 年末，宁波市常住人口为 977.7 万人，较上年末增加 8.0 万人；常住人口城镇化率为 80.9%，较上年末提高 1.0 个百分点。

宁波市是我国东部沿海重要的港口城市，工业基础良好，经济发展水平较高，跟踪期内，全市经济保持稳步发展。2024 年，宁波市实现地区生产总值 18147.70 亿元，同比增长 5.4%，经济增速较上年下降 0.1 个百分点，高于全国经济增速 0.4 个百分点。分产业看，2024 年全市实现第一产业增加值 451.10 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 7882.70 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 9813.90 亿元，增长 5.0%；三次产业结构调整为 2.5:43.4:54.1。按常住人口计算，2024 年全市人均地区生产总值为 18.64 万元，同比增长 4.5%，是人均国内生产总值的 1.95 倍。2025 年第一季度，宁波市实现地区生产总值 4420.50 亿元，同比增长 5.6%，其中，第一、第二和第三产业增加值分别为 69.00 亿元、1876.90 亿元和 2474.60 亿元，同比分别增长 3.6%、5.9%和 5.3%。

图表 1. 宁波市主要经济数据（单位：亿元、%）

指 标	2022 年		2023 年		2024 年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
地区生产总值	15716.34	3.5	17146.60	5.5	18147.70	5.4
人均地区生产总值（万元）	16.40	2.5	17.04	4.6	18.64	4.5
人均地区生产总值倍数（倍） ¹		1.88		1.86		1.95
规模以上工业增加值	5339.40	3.8	5288.20	6.6	5254.00	7.7
全社会固定资产投资	-	10.4	-	7.5	-	-1.4
社会消费品零售总额	4896.72	5.3	5212.56	6.5	5605.10	1.3
进出口总额	12670.26	6.3	12784.20	0.9	14202.50	11.1

¹ 人均地区生产总值倍数=人均地区生产总值/人均国内生产总值。

指标	2022年		2023年		2024年	
	金额	增速	金额	增速	金额	增速
城镇居民人均可支配收入（万元）	7.67	3.8	8.01	4.5	8.31	3.7
三次产业结构	2.4:47.2:50.4		2.5:43.9:53.6		2.5:43.4:54.1	

资料来源：宁波市政府网站

宁波市民营经济发达，依托交通、劳动力、产业资源等优势，已成为我国华东地区重要的工业城市和制造业基地，近年来，全市在不断推动石化、汽车及零部件、纺织服装、电工电器等传统优势产业改造提升的基础上，积极培育新材料、新能源、新装备、新一代信息技术等战略性新兴产业。2024年，宁波市工业生产增势较好，新兴产业引领增长，全年实现规模以上工业增加值5254.00亿元，同比增长7.7%，其中，汽车制造、金属制品和计算机通信等行业增加值分别增长21.5%、15.9%和9.6%，均高于规模以上工业增加值增速；从新兴产业看，人工智能、高端装备和战略新兴等规上制造业增加值分别增长15.5%、13.8%和12.9%。

固定资产投资方面，跟踪期内，主要受房地产开发投资乏力等因素影响，宁波市投资运行有所放缓，2024年全市固定资产投资同比下降1.4%，扣除房地产开发投资，固定资产投资增长9.4%。分投资领域来看，2024年宁波市基础设施投资增长25.9%，占全部投资的比重为29.2%，较上年提高6.3个百分点，拉动投资增长5.9个百分点；房地产开发和制造业投资同比分别下降15.6%和0.5%。2025年第一季度，全市固定资产投资同比增长0.1%。消费方面，跟踪期内，宁波市消费市场平稳运行，2024年及2025年第一季度，全市分别实现社会消费品零售总额5605.10亿元和1332.50亿元，同比分别增长1.3%和0.7%。

房地产市场方面，宁波市商品房销售面积仍持续下降，区域房地产市场景气度有待提振。2024年，全市商品房销售面积为796.30万平方米，同比下降11.7%，其中，住宅销售面积为637.0万平方米，同比下降12.8%。土地市场方面，2024年主要受住宅用地量价齐跌影响，宁波市土地成交总价仍继续下降，土地市场景气度仍较低迷。2024年，全市土地成交面积和土地成交总价分别为1247.42万平方米和501.21亿元，同比分别下降4.63%和35.64%，其中，住宅用地成交面积和土地成交总价分别为164.75万平方米和209.41亿元，同比分别下降45.82%和60.29%。2025年上半年度，宁波市土地成交面积和土地成交总价分别为483.92万平方米和163.24亿元，较上年同期分别下降5.88%和20.76%。

图表2. 宁波市土地市场交易情况

指标	2022年	2023年	2024年	2025年上半年度
土地成交总面积（万平方米）	1773.97	1308.05	1247.42	483.92
其中：住宅用地	430.62	304.08	164.75	41.16
综合用地（含住宅）	206.63	71.41	84.21	15.43
商业/办公用地	181.70	41.64	145.09	33.80
工业用地	902.73	855.12	813.22	389.28
土地成交总价（亿元）	1083.56	778.74	501.21	163.24
其中：住宅用地	661.83	527.39	209.41	84.40
综合用地（含住宅）	307.39	139.23	148.10	43.61
商业/办公用地	38.44	20.96	59.90	6.15
工业用地	68.67	84.24	79.16	28.51
土地成交均价（元/平方米）	6108	5953	4018	3373
其中：住宅用地	15369	17344	12711	20508
综合用地（含住宅）	14877	19499	17587	28271
商业/办公用地	2116	5035	4128	1821
工业用地	761	985	973	732

资料来源：CREIS中指指数

2024年宁波市一般公共预算收入略有增长，全年全市实现一般公共预算收入1790.04亿元，同比增长0.2%，其中，税收收入为1433.74亿元，同比下降2.1%；税收比率²较上年下降1.92个百分点至80.10%，一般公共预算

² 税收比率=税收收入/一般公共预算收入*100%。

收入稳定性和质量仍较高。同期，宁波市一般公共预算自给率³为 80.26%，一般公共预算自给能力仍较强。政府性基金预算方面，2024 年受国有土地使用权出让收入下滑影响，宁波市政府性基金收入延续下降趋势，政府性基金收支平衡压力进一步加大。全年全市政府性基金收入为 721.00 亿元，同比下降 20.1%；政府性基金预算自给率⁴为 61.82%，较上年下降 11.65 个百分点。2024 年末宁波市政府债务余额增长至 3997.38 亿元，债务负担有所加重，但考虑地方综合财力，区域债务风险可控。宁波市区域内城投企业融资主要依赖于银行和直接融资等渠道，整体融资渠道较畅通、融资成本较低，融资环境好。

图表 3. 宁波市主要财政数据（单位：亿元）

指标	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）
一般公共预算收入	1680.23	1785.86	1790.04
其中：税收收入	1382.51	1464.65	1433.74
一般公共预算支出	2187.81	2235.09	2230.32
政府性基金预算收入	1205.03	902.21	721.00
其中：国有土地使用权出让收入	1111.08	824.37	650.72
政府性基金预算支出	1457.30	1227.98	1166.32
政府债务余额	2885.50	3248.90	3997.38

资料来源：宁波市政府网站

2. 业务运营

（1）业务地位

跟踪期内，该公司仍为宁波市轨道交通投建及运营的唯一主体，业务地位保持。

（2）经营规模

跟踪期内，随着轨道交通等项目建设的推进，该公司资产总额保持增长，2024 年末及 2025 年 3 月末分别 2716.65 亿元和 2804.39 亿元，较上年末分别增长 22.84%和 3.23%。公司客运业务收入保持稳步增长，但收入规模仍相对有限，贸易业务收入仍为公司营业收入的最主要来源，跟踪期内，公司贸易业务仍快速扩张，带动公司营业收入大幅增长。2024 年，公司实现营业收入 172.34 亿元，同比增长 64.00%，其中，贸易业务收入为 159.15 亿元，同比增长 71.63%，占营业收入的比重为 92.35%；客运业务收入为 6.15 亿元，同比增长 7.76%，占营业收入的比重为 3.57%。2025 年第一季度，公司实现营业收入 41.30 亿元，较上年同期增长 32.68%。

图表 4. 公司资产及营业收入规模（单位：亿元、%）⁵

指标	2022 年（末）		2023 年（末）		2024 年（末）		2025 年第一季度（末）	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
总资产	2030.96	-	2211.53	-	2716.65	-	2804.39	-
营业收入	47.96	100.00	105.09	100.00	172.34	100.00	41.30	100.00
客运业务	3.58	7.47	5.71	5.43	6.15	3.57	1.37	3.31
其中：轨道交通客运	3.58	7.47	4.63	4.41	5.00	2.90	1.12	2.72
公交客运	-	-	1.08	1.02	1.15	0.67	0.25	0.59
商品房销售	23.92	49.88	-	-	-	-	-	-
贸易	16.55	34.52	92.73	88.24	159.15	92.35	38.40	92.98
其他	3.90	8.13	6.65	6.33	7.04	4.09	1.53	3.71

资料来源：宁波轨交

³ 一般公共预算自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出*100%。

⁴ 政府性基金预算自给率=政府性基金预算收入/政府性基金预算支出*100%。

⁵ 部分合计数与加总数略有差异，系数据四舍五入所致，下表同。

A. 公共交通业务

a. 轨道交通投建与运营

该公司仍为宁波市轨道交通投建及运营的唯一主体，截至 2025 年 3 月末已开通运营线路包括轨道交通 1 号线、2 号线、3 号线、4 号线、5 号线一期和宁奉城际铁路等，合计运营里程为 196.19 公里。跟踪期内，公司轨道交通客运量和客运收入均保持增长，由于业务公益属性强，毛利亏损仍严重，但能获得政府补偿等支持。2024 年，公司轨道交通客运量和客运收入分别为 3.88 亿人次和 5.00 亿元，同比分别增长 5.64%和 7.98%；业务毛利和毛利率分别为-25.94 亿元和-518.76%。同期，公司根据《宁波市轨道交通运营政府补偿管理办法（试行）》确认的政府性补偿为 64.72 亿元。2025 年第一季度，公司轨道交通客运收入、毛利及确认的政府性补偿分别为 1.12 亿元、-5.81 亿元和 14.07 亿元。

图表 5. 近年公司轨道交通运营情况

指标	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年第一季度
客运量（万人次）	25656.28	36735.03	38807.62	9273.51
日均客运量（万人次）	70.29	100.64	106.03	103.04
列车开车列次（列次）	861530	918592	946207	228028
运营里程（万列公里）	2384.39	2518.31	2629.67	653.09

资料来源：宁波轨交

轨道交通线路投建方面，截至 2025 年 3 月末，该公司主要在建 6 号线一期、7 号线、8 号线一期等线路，建设里程合计为 231.74 公里，预计总投资合计为 1565.96 亿元，项目资本金比例通常为 40%，由宁波市本级和县区两级财政共同出资，并纳入财政预算管理。截至 2025 年 3 月末，公司在建轨道交通项目合计已完成投资 659.04 亿元，资本金基本能按已投资额的 40%到位。同期末，公司拟建轨道交通 1 号线西延和余慈线，合计建设里程 52.98 公里，预计总投资合计为 115.88 亿元。公司轨道交通建设任务重，在建及拟建项目后续仍有大规模资金投入需求，公司将持续面临较大的资本性支出压力。

图表 6. 截至 2025 年 3 月末公司轨道交通项目建设情况（单位：公里、亿元）

线路	建设里程	预计总投资	已投资	未来投资计划	
				2025 年 4-12 月	2026 年
4 号线延伸 ⁶	4.15	18.70	11.32	1.00	1.00
6 号线一期	39.60	363.65	122.50	69.00	51.00
7 号线	39.40	350.37	182.88	51.00	25.00
8 号线一期 ⁷	23.14	220.64	151.43	25.00	5.00
象山线	61.45	292.60	100.98	29.00	50.00
慈溪线	64.00	320.00	89.93	49.00	59.00
合计	231.74	1565.96	659.04	224.00	191.00

资料来源：宁波轨交

b. 公交客运业务

为发挥轨道公交“两网”融合新优势，整合完善轨道和城市公交运营网络，2023 年宁波市人民政府国有资产监督管理委员会（简称“宁波市国资委”）将宁波市公共交通集团有限公司（简称“公交集团”）股权划入该公司，公司新增公交客运业务。2024 年，公司实现公交客运业务收入 1.15 亿元，同比增长 6.79%，业务毛利为-11.80 亿元，由于业务经营公益属性强，业务毛利亏损仍较严重，但能获得政府补贴支持，同期，公司确认政府补贴 13.64 亿元；2025 年第一季度，公司公交客运业务收入、毛利及确认的政府补贴分别为 0.25 亿元、-2.85 亿元和 3.08 亿元。目前针对公交业务的成本规制办法正在与新一轮的轨道交通业务成本规制一并在拟定中。

公交集团是宁波市的主要公交客运主体，公交线网基本覆盖了宁波市城区，并联通周边主要乡镇及县城。2024 年及 2025 年第一季度，公交集团客运量分别为 1.44 亿人次和 0.33 亿人次；截至 2025 年 3 月末，公交集团拥有公交营运车辆 2541 辆，营运线路 221 条。

⁶ 4 号线西延和东延已分别于 2025 年 1 月和 2025 年 5 月开通运营。

⁷ 8 号线一期已于 2025 年 6 月开通运营。

B. 房产开发

该公司房产开发业务经营主体为子公司宁波市轨道交通物产置业有限公司（简称“物产置业”），开发项目以轨道交通沿线物业项目为主，开发模式原以合作开发为主，近年独立开发力度有所加大。跟踪期内，公司部分独立开发房产项目已预售，但由于项目尚未达到收入结转条件，2024年及2025年第一季度，公司仍未实现商品房销售收入。

合作开发方面，该公司合作开发房产项目的合作方包括华润置地控股有限公司（简称“华润置地”）、绿城房地产集团有限公司（简称“绿城地产集团”）、宁波万科企业有限公司（简称“宁波万科”）和宁波江山万里置业有限公司（简称“江山万里”），其中，江山万里为公司2024年新增合作方；公司对合作开发的房地产项目公司的持股比例均为49.00%。截至2025年3月末，公司合作开发的房地产项目预计总投资合计为560.23亿元，已投资527.92亿元，预计可售面积220.85万平方米，累计已售面积210.50万平方米，累计实现合同销售收入557.49亿元，已回笼资金532.81亿元，公司合作开发房产项目整体去化及回款情况尚可。

图表 7. 截至 2025 年 3 月末公司合作开发的房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	合作方	物业类型	规划建筑面积	预计总投资	已投资	预计可售面积	已售面积	合同销售收入	项目回笼资金
藕池站地块（公园道）	华润置地	商住	15.79	23.91	23.83	12.32	12.32	25.65	25.65
永达路地块（未来道）		商住	11.93	18.77	18.98	8.60	8.60	23.85	23.85
儿童公园站地块（润玺道）		住宅/商业	5.71	5.50	5.40	1.85	1.85	6.65	6.65
柳西新村站地块（悦玺道）		商住	7.63	16.28	16.46	5.67	5.67	19.21	19.21
金达南路地块		住宅/商业	12.40	18.08	17.47	6.79	6.39	17.21	17.21
金钟地块		住宅/商业	31.77	67.16	61.10	17.27	16.79	57.86	57.79
前殷 17#地块		住宅/商业	11.64	25.37	24.81	8.81	8.41	27.63	27.53
仇毕地块项目		商住	18.55	34.80	31.41	16.65	13.81	37.93	37.69
前殷 14#地块		商业	13.49	27.00	25.16	10.60	7.18	21.07	20.74
天童庄地块（杨柳郡）		绿城地产集团	住宅	57.80	65.00	63.61	42.60	42.60	75.24
东部新城 C1-3 地块（柳岸晓风）	住宅		13.40	29.62	29.62	9.60	9.60	29.91	29.91
潘火地块（芳菲郡）	住宅/商业		9.59	20.57	20.61	7.57	7.57	22.21	22.21
矮潘地块（咏兰郡）	住宅/商业		8.22	16.09	16.08	6.25	6.25	17.65	17.65
前殷 3#地块（春来晓园 1 期）	住宅		11.54	29.02	27.26	12.44	12.44	28.58	28.54
前殷 4#地块（春来晓园 2 期）	住宅		10.31	26.69	25.55	11.47	11.47	26.92	26.89
东钱湖地块	住宅		24.29	37.34	37.79	14.96	14.96	38.15	38.13
姚 8 地块	住宅/商业		15.72	38.44	37.85	11.87	11.52	31.04	31.03
缤虹里	宁波万科	住宅/商业	3.31	5.22	5.20	2.18	1.64	4.32	4.32
湛蓝西		住宅	5.55	10.22	9.93	4.45	4.10	7.12	7.33
钱湖北路	江山万里	住宅	13.73	45.15	29.80	8.90	7.33	39.29	15.24
合计	-	-	302.37	560.23	527.92	220.85	210.50	557.49	532.81

资料来源：宁波轨交

独立开发方面，该公司目前在建商品房项目包括上河新境府、悦东上境府等 6 个，预计总投资合计为 135.13 亿元，截至 2025 年 3 月末已投资 83.86 亿元，已累计实现合同销售收入 36.80 亿元，已回笼资金 23.19 亿元。公司在建商品房项目体量较大，或将面临一定去化和资金平衡压力。

图表 8. 截至 2025 年 3 月末公司独立开发的商品房项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	物业类型	区位	规划建筑面积	预计总投资	已投资	预计可售面积	已售面积	合同销售收入	项目回笼资金
上河新境府	住宅/商业	镇海区	13.51	17.59	14.76	8.17	2.97	5.96	5.31
悦东上境府	住宅	鄞州区	15.92	28.49	22.19	11.05	5.05	14.14	11.82
李家洋（阅塘著府）	住宅	鄞州区	7.08	10.36	6.78	5.45	5.41	9.47	2.00
东钱湖（缙岛）	住宅	鄞州区	21.16	40.58	25.51	15.85	2.66	7.23	4.06
前殷 1、2 地块	住宅/商业	鄞州区	13.99	24.32	11.08	6.02	-	-	-

项目名称	物业类型	区位	规划建筑面积	预计总投资	已投资	预计可售面积	已售面积	合同销售收入	项目回笼资金
孔浦	住宅/商业	江北区	6.57	13.79	3.54	4.18	-	-	-
合计	-	-	78.23	135.13	83.86	50.72	16.09	36.80	23.19

资料来源：宁波轨交

C. 贸易业务

该公司贸易业务经营主体仍为子公司宁波市轨道永盈供应链有限公司（简称“永盈供应链”），跟踪期内，公司贸易业务规模仍快速扩张，业务收入大幅增长，但毛利率水平进一步降低，盈利能力弱。2024 年，公司实现贸易业务收入 159.15 亿元，同比增长 71.63%，业务毛利率为 1.90%，较上年下降 0.87 个百分点；2025 年第一季度，公司贸易业务收入和毛利率分别为 38.40 亿元和 2.37%。

该公司贸易业务模式仍主要采用以销定采，贸易产品包括钢材、铜杆、混凝土及制品、水泥、机电设备等，2024 年上述产品销售收入分别为 65.85 亿元、37.59 亿元、10.83 亿元、8.05 亿元和 7.41 亿元。公司贸易业务原主要围绕宁波市轨道交通产业相关主体开展，近年公司贸易客户和区域持续拓展，2024 年，公司前五大客户分别为宁波东方电缆股份有限公司、浙江万马股份有限公司、中铁十局集团物资工贸有限公司、宁波星镭琪供应链管理公司和浙江新中源建设有限公司，合计销售额占比为 31.49%。同期，公司前五大供应商分别为宁波金田电材有限公司、宁波世茂铜业股份有限公司、浙江久立电气材料有限公司、物产中大金属集团有限公司和宁波浩腾贸易有限公司，合计采购额占比为 29.33%。公司贸易业务采销结算周期通常为 1-2 个月，目前暂无坏账等情况发生，但业务扩张较快，业务区域覆盖较广，经营管控压力有所加大，加之业务市场化程度高、周期性强，且存在一定垫资压力，整体经营面临一定风险。

财务

跟踪期内，该公司负债规模持续扩张，已累积的刚性债务负担重，且短期刚性债务规模较大，面临一定集中偿债压力。但公司主营业务收现能力仍较强，加之外部融资渠道畅通，整体即期债务偿付保障程度高。公司轨道交通运营公益性属性较强，加之期间费用负担较重，经营性业务利润仍呈亏损，净利润水平对政府补助依赖度仍高。

1. 财务杠杆

跟踪期内，该公司负债规模持续扩张，资产负债率有所上升，且若将计入权益的永续债调整为负债，公司实际负债经营程度已偏高。2024 年末，公司资产负债率及经调整后的资产负债率分别为 65.34%和 74.03%，较上年末分别上升 1.20 个百分点和 4.01 个百分点；2025 年 3 月末，公司资产负债率及经调整后的资产负债率分别为 65.97%和 74.38%。此外，公司刚性债务增幅较大，权益资本对刚性债务的覆盖程度进一步降低，2024 年末及 2025 年 3 月末，公司权益资本与刚性债务比率分别为 50.30%和 48.45%，较上年末分别下降 5.24 个百分点和 1.84 个百分点。

(1) 资产

跟踪期内，随着轨道交通等项目建设的不断投入，该公司资产总额保持增长，2024 年末为 2716.65 亿元，较上年末增长 22.84%。公司资产仍以非流动资产为主，同期末非流动资产占资产总额的比重为 77.80%。公司非流动资产仍主要集中于固定资产和在建工程，2024 年末占非流动资产的比重分别为 51.91%和 39.57%。其中，固定资产余额为 1097.17 亿元，较上年末增长 5.16%，主要为已正式运营的轨道交通线路相关资产；在建工程余额为 836.25 亿元，主要为在建的轨道交通项目，随项目投入增加而较上年末大幅增长 52.63%。此外，公司非流动资产还主要分布于其他非流动资产、其他权益工具投资和长期股权投资。其中，其他非流动资产余额较上年末大幅增长 51.74%亿元至 79.14 亿元，主要系部分轨道交通沿线物业开发项目中应由土地储备中心结算的土地成本由存货调整至其他非流动资产所致，期末其他非流动资产主要包括待结算土地款 49.11 亿元和预付轨道交通等项目的工程款 28.44 亿元；其他权益工具投资余额为 53.14 亿元，较上年末增长 10.22%，主要系持有的宁波银行股份有限公司（简称“宁波银行”）股价上涨及对宁波市甬宁基金合伙企业（有限合伙）（简称“甬宁基金”）投资

增加所致，期末主要投资对象包括宁波银行、杭甬铁路客运专线有限责任公司、宁波市甬欣基金合伙企业（有限合伙）（简称“甬欣基金”）、宁波市海捷投资开发有限公司、宁波甬芯集成电路股权投资有限公司和甬宁基金，投资余额分别为 19.04 亿元、15.75 亿元、7.16 亿元、4.61 亿元、3.00 亿元和 2.64 亿元，其中，甬宁基金和甬欣基金均为政府出资产业投资基金；长期股权投资余额为 34.51 亿元，较上年末下降 2.87%，投资对象主要为与公司合作开发房地产项目的企业。

该公司流动资产主要集中于其他应收款、存货、货币资金、其他流动资产和应收账款，2024 年末占流动资产的比重分别为 52.55%、23.01%、7.89%、6.66%和 6.11%。其中，其他应收款余额为 316.90 亿元，较上年末增长 39.17%，增量及期末余额均主要为应收宁波市财政运营亏损补助，期末公司应收宁波市财政运营亏损补助余额为 231.10 亿元；存货余额为 138.77 亿元，主要为土地及房地产开发成本，较上年末下降 5.43%，主要系部分轨道交通沿线物业开发项目中应由土地储备中心结算的土地成本调整至其他非流动资产核算所致，期末由于房地产市场景气度较低，根据减值测试结果，公司对开发成本计提 1.37 亿元跌价准备；货币资金余额为 47.60 亿元，较上年末下降 18.64%，其中，受限货币资金余额为 0.36 亿元；其他流动资产余额为 40.17 亿元，较上年末大幅增长 246.46%，增量及期末余额均主要为进项税额；应收账款余额为 36.86 亿元，较上年末大幅增长 161.22%，主要系贸易业务扩张所致，期末累计计提坏账准备 1.47 亿元。

2025 年 3 月末，该公司资产总额为 2804.39 亿元，较 2024 年末增长 3.23%。其中，货币资金较 2024 年末大幅增长 58.31%至 75.36 亿元，除此之外，公司其余主要资产构成较 2024 年末无显著变化。

截至 2024 年末，该公司受限资产账面价值合计为 35.10 亿元，包括因作为银行承兑汇票保证金而受限的货币资金 0.36 亿元、用于借款抵押的房地产项目土地使用权 29.53 亿元以及因发行资产支持计划而抵押的固定资产-东鼓道资产 5.21 亿元。此外，公司以部分轨道交通项目建成后享有的所有票款收费权及其项下所有权益和收益等形成的应收账款进行质押担保，2024 年末质押借款余额为 469.76 亿元。

图表 9. 截至 2024 年末公司受限资产情况

科目名称	受限金额（亿元）	受限金额占该科目的比例（%）	受限原因
货币资金	0.36	0.75	银行承兑汇票保证金
存货	28.82	20.77	借款抵押
固定资产	5.21	0.47	资产支持计划抵押资产
无形资产	0.71	14.49	借款抵押
合计	35.10	-	-

资料来源：宁波轨交

（2）所有者权益

2024 年，主要由于发行较大规模永续债，期末该公司所有者权益较上年末增长 18.73%至 941.49 亿元。其中，实收资本仍为 84.50 亿元，资本公积为 596.56 亿元，较上年末增长 6.22%，主要系宁波市财政拨入轨道交通项目资本金所致；实收资本和资本公积合计占所有者权益的比重为 72.34%，较上年末下降 9.14 个百分点，公司资本结构稳定性有所弱化。同期末，公司其他权益工具-永续债余额为 235.94 亿元，较上年末大幅增长 81.57%；未分配利润为-17.37 亿元，较上年末继续下降仍主要系永续债付息所致。2025 年 3 月末，公司所有者权益为 954.35 亿元，较 2024 年末增长 1.37%，其中，实收资本较 2024 年末增长 34.38%至 113.55 亿元，资本公积较 2024 年末下降 3.43%至 576.10 亿元，主要系宁波市国资委拨付的资本金由资本公积转增实收资本所致。

（3）负债

跟踪期内，该公司负债规模仍呈扩张趋势。2024 年末，公司负债总额为 1775.15 亿元，较上年末增长 25.14%。公司负债仍以非流动负债为主，与公司轨道交通等项目投建及资金回收期较长的业务特点匹配度高，同期末，公司长短期债务比为 538.89%。负债构成方面，公司负债仍主要集中于刚性债务、应付账款和其他应付款。2024 年末公司刚性债务⁸余额为 1871.89 亿元，较上年末增长 31.10%，债务增量主要来源于长期借款和永续债权投资计划；应付账款余额为 59.99 亿元，较上年末增长 49.35%，增量及期末余额均主要为应付轨道交通项目建设款；

⁸ 本评级报告中将计入所有者权益的永续债均纳入刚性债务核算，下同，故刚性债务余额大于负债总额。

其他应付款余额为 28.49 亿元，较上年末下降 38.10%，主要系与合作开发房产项目公司的资金拆借及往来减少所致，期末公司应付合作开发房产项目公司的款项余额合计为 19.38 亿元。此外，公司其他流动负债余额较上年末大幅增加 11.74 亿元至 14.79 亿元，增量及期末余额均主要为永盈供应链已贴现或背书、但不符合终止确认条件的应收票据；合同负债余额较上年末大幅增加 10.02 亿元至 12.96 亿元，增量及期末余额均主要为预收售房款。

2025 年 3 月末，该公司负债总额较 2024 年末增长 4.22%至 1850.04 亿元。其中，刚性债务余额较 2024 年末增长 5.22%至 1969.67 亿元；应付账款余额较 2024 年末下降 22.33%至 46.59 亿元，主要系工程款支付所致；其他应付款余额较 2024 年末下降 3.13%至 27.60 亿元，主要系财政预拨公交集团的款项余额减少所致；其他流动负债余额较 2024 年末大幅下降 86.77%至 1.96 亿元，主要系未对未终止确认的应收票据进行重分类所致；合同负债余额较 2024 年末增长 55.16%至 20.11 亿元，主要系预收售房款增加所致。

跟踪期内，该公司刚性债务持续扩张，新增融资以银行借款和发行永续债权投资计划为主，已累积的刚性债务负担重，且短期刚性债务余额较大，面临一定集中偿债压力。2024 年末及 2025 年 3 月末，公司刚性债务余额分别为 1871.89 亿元和 1969.67 亿元，较上年末分别增长 31.10%和 5.22%，其中，短期刚性债务余额分别为 152.75 亿元和 161.22 亿元。公司融资渠道包括银行借款、发行债权投资计划、融资租赁及发行债券等，以银行借款为主。2024 年末，公司银行借款、债权投资计划及融资租赁借款余额分别为 1396.77 亿元、222.01 亿元和 122.27 亿元，占同期末刚性债务余额的比重分别为 74.62%、11.86%和 6.53%。公司银行借款方式以信用和质押为主，2024 年末公司信用借款和质押借款余额分别为 897.35 亿元和 469.76 亿元，占同期末银行借款余额的比重分别为 64.24%和 33.63%，公司银行借款利率普遍为基准下浮。债权投资计划发行方面，除一期发行规模为 6.00 亿元的债权投资计划期限为 7 年、计入长期借款外，其余债权投资计划均为永续债、计入其他权益工具，公司所发行永续债权投资计划初始投资资金利率均不超过 4%。公开债券发行方面，截至 2025 年 6 月末，除本次跟踪的两期公司债外，公司还存续一期永续中期票据，待偿债券本金余额合计为 38.00 亿元，发行利率区间为 2.07%-2.36%，截至目前，公司历史发行债券还本付息情况均正常。从承债主体来看，公司刚性债务主要集中于公司本部，2024 年末公司本部刚性债务余额为 1664.28 亿元，占同期末合并口径刚性债务的比重为 88.91%。

图表 10. 截至 2025 年 6 月末公司存续公开债券概况

债券简称	起息日期	发行金额 (亿元)	发行期限 (年)	发行利率 (%)	当期利率 (%)	债券余额 (亿元)
24 宁波轨交 GN001	2024-06-04	20.00	3+N	2.36	2.36	20.00
甬轨 YK01	2025-05-08	2.00	5+N	2.33	2.33	2.00
25 甬轨 01	2025-05-09	16.00	5	2.07	2.07	16.00
合计	-	38.00	-	-	-	38.00

资料来源：宁波轨交

2. 偿债能力

(1) 现金流量

跟踪期内，该公司主业资金回笼情况仍较好，但受收到的财政拨款资金和补贴减少及贸易和房产开发等业务现金收支净额下降等因素影响，公司经营性现金流转为净流出。2024 年及 2025 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 103.51%和 128.73%，经营活动产生的现金流量净额分别为-54.79 亿元和-7.54 亿元。随着轨道交通项目建设资金投入的增加，公司投资性现金流呈持续大额净流出，同期，公司投资活动净现金流分别为-355.09 亿元和-59.33 亿元。公司在建轨道交通项目后续资金投入需求仍很大，将面临较大的资本性支出压力。公司经营和投资活动资金缺口主要通过银行借款、发行永续债权投资计划及轨道交通项目资本金拨付等方式弥补，2024 年及 2025 年第一季度，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 398.98 亿元和 94.62 亿元。

(2) 盈利

由于客运业务公益属性强，跟踪期内，该公司营业毛利仍亏损，2024 年，公司营业毛利为-32.17 亿元，其中，客运和贸易业务毛利分别为-37.74 亿元和 3.03 亿元；同期，公司综合毛利率为-18.67%，较上年上升 10.00 个百分点。公司期间费用仍主要集中于财务费用，2024 年由于财务费用增加，公司期间费用略有增长，期间费用率受益于营业收入增幅较大而有所降低，但期间费用负担仍重。2024 年，公司期间费用为 40.80 亿元，同比增长

2.49%，其中，财务费用为 33.66 亿元，同比增长 3.33%；同期，公司期间费用率为 23.67%，较上年下降 14.21 个百分点。受限于客运业务的公益属性，公司综合业务盈利能力弱，经营性业务利润仍亏损，净利润水平对政府补助依赖度仍高，2024 年，公司确认的政府补助为 78.22 亿元，同比增长 3.61%。此外，2024 年公司确认投资收益 3.91 亿元，仍主要来源于对宁波轨道交通华润置地有限公司等合作开发房地产项目的合营或联营企业权益法下确认的投资收益；确认资产减值损失 1.46 亿元，主要为对存货计提的跌价损失；确认信用减值损失 1.07 亿元，主要为根据谨慎性原则对应收账款计提的坏账损失。上述综合影响下，2024 年，公司利润总额和净利润分别为 3.72 亿元和 2.68 亿元，同比分别下降 19.83%和 36.53%。

2025 年第一季度，该公司营业毛利和综合毛利率分别为-7.35 亿元和-17.79%，期间费用和期间费用率分别为 9.70 亿元和 23.49%，确认以政府补助为主的其他收益 17.21 亿元。主要由于基本未确认投资收益，公司利润总额和净利润较上年同期分别下降 85.04%和 95.51%至 0.21 亿元和 0.06 亿元。

(3) 偿债能力

2024 年该公司 EBITDA 为 46.14 亿元，与上年基本持平，但由于刚性债务扩张，EBITDA 对利息支出和刚性债务的覆盖程度均有所下降。此外，2024 年公司经营性现金流转为净流出，非筹资性现金流净流出规模有所加大，难以对债务偿付提供保障。

图表 11. 公司偿债能力主要指标情况

指标名称	2022 年（末）	2023 年（末）	2024 年（末）	2025 年 第一季度（末）
EBITDA/利息支出（倍）	0.93	1.04	0.84	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.04	0.04	0.03	—
经营性现金净流入与流动负债比率（%）	6.18	2.38	-21.04	—
经营性现金净流入与刚性债务比率（%）	3.06	0.70	-3.32	—
非筹资性现金净流入与流动负债比率（%）	-44.61	-113.79	-157.37	—
非筹资性现金净流入与刚性债务比率（%）	-22.10	-33.27	-24.84	—
流动比率（%）	130.37	194.81	217.05	243.38
现金比率（%）	21.06	26.22	20.65	29.97
短期刚性债务现金覆盖率（%）	75.47	45.24	37.56	48.56

资料来源：宁波轨交

2024 年末及 2025 年 3 月末，该公司流动比率分别为 217.05%和 243.38%，流动资产仍能对流动负债形成覆盖，但流动资产中以应收宁波市财政运营亏损补助为主的其他应收款和以土地及房地产开发成本为主的存货占比较高，资产回收周期预计偏长，公司实际资产流动性仍偏弱。近年公司集中到期债务规模较大，货币资金存量对短期刚性债务的覆盖程度仍较低，同期末，公司短期刚性债务现金覆盖率分别为 37.56%和 48.56%。

该公司与金融机构保持良好的长期合作关系，银行借款中信用类借款占比较高，且融资成本较低，整体再融资能力强。截至 2025 年 3 月末，公司获得的银行授信总额为 2827.31 亿元，其中尚未使用额度为 1043.81 亿元。

调整因素

1. ESG 因素

2025 年 3 月 14 日，该公司发布《关于法定代表人、董事长接受纪律审查和监察调查及无法履职的公告》，公司法定代表人、党委书记、董事长杨蔚涉嫌严重违纪违法，主动投案，目前正接受宁波市纪委监委纪律审查和监察调查。2025 年 5 月 26 日，公司 1 名职工董事发生变更。2025 年 6 月 17 日，公司发布《关于法定代表人发生变动的公告》，副董事长、总经理姚晖任公司法定代表人。截至本评级报告出具日，公司董事长仍空缺。此外，2025 年 7 月 25 日，公司发布《关于党委委员、副总经理张付林接受纪律审查和监察调查及无法履职的公告》，公司党委委员、副总经理张付林涉嫌严重违纪违法，目前正接受宁波市纪委监委纪律审查和监察调查。经过与公司沟通了解，上述事项不会对公司生产经营等产生重大不利影响，本评级机构将持续关注上述事项进展及对公司

经营管理等方面的影响。

2025年3月11日，根据宁波市国资委同意该公司增加注册资本的批复，公司注册资本由84.50亿元增至201.50亿元，并已完成工商变更登记，增资完成后，宁波市国资委和国开基金对公司的持股比例将调整为90.32%和9.68%。截至2025年3月末，公司实收资本已增至113.55亿元。

2. 表外因素

截至2025年3月末，该公司对外担保余额为11.85亿元，包括子公司按房地产经营惯例为商品房承购人抵押贷款提供阶段性担保2.79亿元以及对合作开发的房地产项目公司提供担保9.06亿元，具体担保对象包括宁波中韵置业有限公司（简称“中韵置业”）和宁波润鸿房地产开发有限公司，担保余额分别为8.82亿元和0.24亿元。此外，公司作为被告与宁波市恒和房地产开发有限公司（简称“恒和房产公司”）存在财产损害赔偿纠纷一案，涉案金额合计5.01亿元，2025年3月28日，宁波市中级人民法院出具（2024）浙02民初279号民事判决书，判决公司赔偿恒和房产公司临时占地费用48750元，驳回恒和房产公司的其他诉讼请求。2025年4月11日，恒和房产公司再次上诉，案件已于2025年6月25日开庭审理，尚未裁决。

3. 业务持续性

该公司是宁波市轨道交通投资建设和运营管理的唯一主体，职能定位明确，并从事房地产开发及贸易等经营性业务，业务经营具有可持续性。

4. 其他因素

该公司关联交易主要为与合营或联营企业因出售商品或接受劳务而发生的购销交易以及与合作开发的房地产项目公司间的资金拆借与担保。具体来看，2024年公司向关联方采购商品和接受劳务发生额合计0.51亿元，向关联方出售商品和提供劳务发生额合计0.60亿元；同期，公司关联资金拆入和拆出本金发生额合计分别为3.04亿元和34.29亿元，因资金拆借产生的利息合计分别为0.23亿元和0.45亿元，期末资金拆入和拆出余额合计分别为18.16亿元和26.61亿元，其中，2024年资金拆出主要为中韵置业拆出资金33.36亿元，期末拆出资金余额为22.95亿元。

根据该公司提供的本部2025年6月3日、主要子公司物产置业2025年6月9日和永盈供应链2025年6月17日的《企业信用报告》，上述主体无未结清欠息、关注类借款等征信异常记录。根据2025年7月22日国家企业信用信息公示系统、中国执行信息公开网、国家税务总局、证券期货市场失信记录查询平台及信用中国等信息查询结果，未发现上述主体存在重大异常情况。

外部支持

跟踪期内，该公司仍由宁波市国资委控股和实际控制，是宁波市轨道交通投建及运营的唯一主体，区域地位突出，可持续获得政府在资本金注入及财政补贴等方面较大力度的支持。2024年，公司获得轨道交通等项目资本金拨付53.10亿元，确认政府补助78.22亿元；2025年3月，宁波市国资委同意公司注册资本由84.50亿元增至201.50亿元，并已完成工商变更登记。

附带特定条款的债项跟踪分析

1. 甬轨 YK01：可续期

甬轨 YK01 本金和利息在破产清算时的清偿顺序劣后于该公司其他待偿还普通债务，且在债券赎回、利率调整、利息支付等方面设置有特殊条款，区别于普通债券，具体如下：

本次债券于该公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。续期选

择权方面，本次债券以每 5 个计息年度为 1 个重新定价周期，在每个重新定价周期末，公司有权选择将本次债券期限延长 1 个周期（即延长 5 年），或选择在该周期末到期全额兑付本次债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。本次债券已于 2025 年 5 月发行，首个周期的票面利率为 2.33%，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。

本次债券附设该公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本次债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。此外，若公司选择行使递延支付利息选择权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

跟踪评级结论

综上，本评级机构维持宁波轨交主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，所跟踪债券信用等级均为 AAA。

附录一：

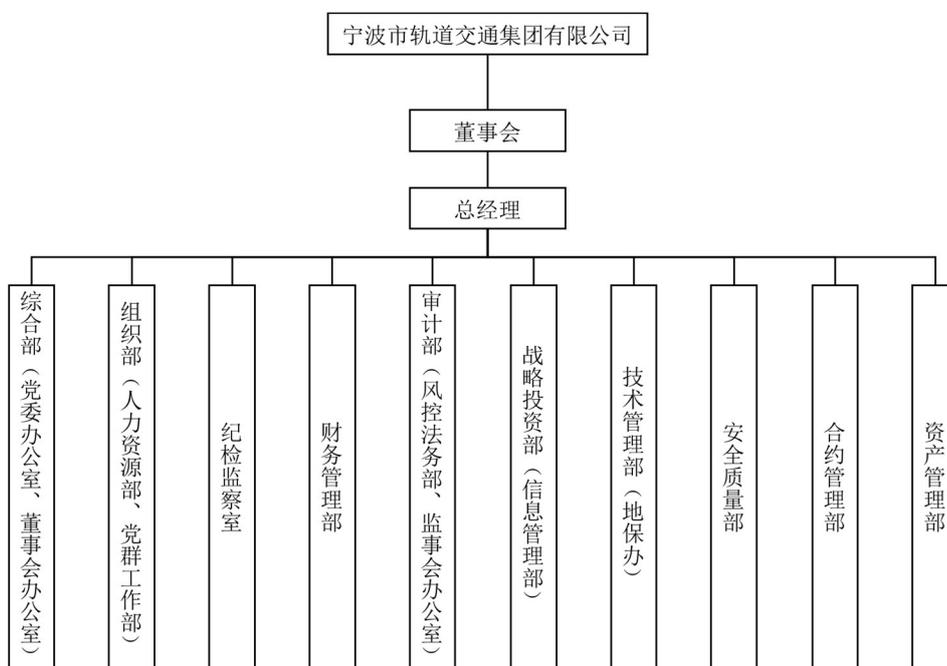
公司与实际控制人关系图



注：根据宁波轨交提供的资料整理绘制（截至报告出具日）

附录二：

公司组织结构图



注：根据宁波轨交提供的资料整理绘制（截至报告出具日）

附录三：

主要经营实体数据概览

全称	简称	母公司 持股比例 (%)	主营业务	2024年(末)主要财务数据(亿元)					备注
				总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	
宁波市轨道交通集团有限公司	宁波轨交	-	轨道交通投资建设及运营管理； 房地产开发；广告服务等	2334.24	868.54	6.85	1.27	-31.50	母公司口径
宁波市轨道交通物产置业有限公司	物产置业	100.00	房地产开发	209.64	32.60	160.07	0.87	-19.63	合并口径
宁波市轨道永盈供应链有限公司	永盈供应链	100.00	贸易	67.41	5.17	159.97	1.25	9.57	宁波轨交和物产置业各持股50%，纳入物产置业合并范围；财务数据为合并口径

注：根据宁波轨交提供的资料整理

附录四：

同类企业比较表

企业名称（全称）	2024年（末）主要数据					
	总资产（亿元）	所有者权益（亿元）	资产负债率（%）	营业收入（亿元）	净利润（亿元）	经营性现金净流入（亿元）
天津轨道交通集团有限公司	4664.40	2254.54	51.67	22.00	8.49	96.75
厦门轨道建设发展集团有限公司	1942.56	708.81	63.51	110.44	5.62	40.97
宁波市轨道交通集团有限公司	2716.65	941.49	65.34	172.34	2.68	-54.79

附录五：

发行人主要财务数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2022年	2023年	2024年	2025年 第一季度
资产总额[亿元]	2030.96	2211.53	2716.65	2804.39
货币资金[亿元]	100.77	58.51	47.60	75.36
刚性债务[亿元]	1077.08	1427.89	1871.89	1969.67
所有者权益[亿元]	686.19	792.97	941.49	954.35
营业收入[亿元]	47.96	105.09	172.34	41.30
净利润[亿元]	2.23	4.23	2.68	0.06
EBITDA[亿元]	39.46	46.00	46.14	—
经营性现金净流入量[亿元]	30.63	8.71	-54.79	-7.54
投资性现金净流入量[亿元]	-251.53	-425.36	-355.09	-59.33
资产负债率[%]	66.21	64.14	65.34	65.97
长短期债务比[%]	174.88	483.57	538.89	608.08
权益资本与刚性债务比率[%]	63.71	55.53	50.30	48.45
流动比率[%]	130.37	194.81	217.05	243.38
速动比率[%]	66.31	130.96	163.19	184.15
现金比率[%]	21.06	26.22	20.65	29.97
短期刚性债务现金覆盖率[%]	75.47	45.24	37.56	48.56
利息保障倍数[倍]	0.82	0.85	0.69	—
有形净值债务率[%]	198.01	180.25	190.09	195.40
担保比率[%]	10.46	0.14	0.15	1.24
毛利率[%]	-29.38	-28.67	-18.67	-17.79
营业利润率[%]	5.81	4.33	2.09	0.22
总资产报酬率[%]	1.84	1.77	1.54	—
净资产收益率[%]	0.37	0.57	0.31	—
净资产收益率*[%]	0.34	0.56	0.30	—
营业收入现金率[%]	252.22	111.23	103.51	128.73
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	6.18	2.38	-21.04	—
经营性现金净流入量与刚性债务比率[%]	3.06	0.70	-3.32	—
非筹资性现金净流入量与流动负债比率[%]	-44.61	-113.79	-157.37	—
非筹资性现金净流入量与刚性债务比率[%]	-22.10	-33.27	-24.84	—
EBITDA/利息支出[倍]	0.93	1.04	0.84	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.04	0.04	0.03	—

注：根据宁波轨交经审计的 2022-2024 年及未经审计的 2025 年第一季度财务数据整理、计算；由于 2023 年审计报告对前期会计差错进行了更正，故本评级报告 2022 年财务数据采用 2023 年审计报告的上期（末）数据。

指标计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长短期债务比(%)	期末非流动负债合计/期末流动负债合计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%

指标名称	计算公式
短期刚性债务现金覆盖率(%)	$(\text{期末货币资金余额} + \text{期末交易性金融资产余额} + \text{期末应收银行承兑汇票余额}) / \text{期末短期刚性债务余额} \times 100\%$
利息保障倍数(倍)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息支出})$
有形净值债务率(%)	$\text{期末负债合计} / (\text{期末所有者权益合计} - \text{期末无形资产余额} - \text{期末商誉余额} - \text{期末长期待摊费用余额} - \text{期末待摊费用余额}) \times 100\%$
担保比率(%)	$\text{期末未清担保余额} / \text{期末所有者权益合计} \times 100\%$
毛利率(%)	$1 - \text{报告期营业成本} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
营业利润率(%)	$\text{报告期营业利润} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
总资产报酬率(%)	$(\text{报告期利润总额} + \text{报告期列入财务费用的利息支出}) / [(\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / 2] \times 100\%$
净资产收益率(%)	$\text{报告期净利润} / [(\text{期初所有者权益合计} + \text{期末所有者权益合计}) / 2] \times 100\%$
营业收入现金率(%)	$\text{报告期销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{报告期营业收入} \times 100\%$
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
经营性现金净流量与刚性债务比率(%)	$\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初流动负债合计} + \text{期末流动负债合计}) / 2] \times 100\%$
非筹资性现金净流量与刚性债务比率(%)	$(\text{报告期经营活动产生的现金流量净额} + \text{报告期投资活动产生的现金流量净额}) / [(\text{期初刚性债务合计} + \text{期末刚性债务合计}) / 2] \times 100\%$
EBITDA/利息支出[倍]	$\text{报告期 EBITDA} / (\text{报告期列入财务费用的利息支出} + \text{报告期资本化利息})$
EBITDA/刚性债务[倍]	$\text{EBITDA} / [(\text{期初刚性债务余额} + \text{期末刚性债务余额}) / 2]$

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录六：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录七：

发行人历史评级

评级类型	评级情况分类	评级时间	评级结果	评级分析师	所使用评级方法和模型的名称及版本	报告（公告）链接
主体评级	历史首次评级	2016年10月27日	AAA/稳定	吴晓丽、何金中	新世纪评级方法总论（2012） 城投类政府相关实体信用评级方法（2015） 城投类政府相关实体评级模型（参见注册文件）	报告链接
	前次评级	2025年4月25日	AAA/稳定	薛雨婷、钟士芹	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025年7月28日	AAA/稳定	薛雨婷、钟士芹	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
债项评级 (甬轨 YK01)	历史首次/前次评级	2025年4月25日	AAA	薛雨婷、钟士芹	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
	本次评级	2025年7月28日	AAA	薛雨婷、钟士芹	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
	历史首次/前次评级	2025年4月25日	AAA	薛雨婷、钟士芹	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接
债项评级 (25甬轨 01)	历史首次/前次评级	2025年4月25日	AAA	薛雨婷、钟士芹	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	-
	本次评级	2025年7月28日	AAA	薛雨婷、钟士芹	新世纪评级方法总论（2022） 城市基础设施投资企业评级方法与模型 FM-GG001（2024.06）	报告链接

注：上述评级方法及相关文件可于新世纪评级官方网站查阅，历史评级信息仅限于本评级机构对发行人进行的评级。