信用等级公告

联合[2018] 2033 号

联合资信评估有限公司通过对宁波保税区投资开发有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持宁波保税区投资开发有限责任公司的主体长期信用等级为AA，维持“15 甬保投 MTN001”和“16 甬保投 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

宁波保税区投资开发有限责任公司跟踪评级报告

评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
15 甬保投 MTN001	3 亿元	2020/7/17	AA	AA
16 甬保投 MTN001	4 亿元	2021/4/12	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	5.76	8.34	6.91	3.86
资产总额(亿元)	49.94	55.44	65.84	63.90
所有者权益(亿元)	27.88	30.00	36.22	36.07
短期债务(亿元)	4.59	0.60	1.10	0.82
长期债务(亿元)	5.36	12.71	16.88	17.72
全部债务(亿元)	9.95	13.31	17.98	18.54
营业收入(亿元)	2.11	2.09	2.38	0.43
利润总额(亿元)	0.57	0.06	-0.64	-0.13
EBITDA(亿元)	1.47	0.55	0.58	--
经营性净现金流(亿元)	-0.80	-0.16	0.72	-0.13
应收类款项/资产总额(%)	8.00	6.12	9.91	10.29
营业利润率(%)	5.16	6.76	16.93	21.55
净资产收益率(%)	1.69	0.36	-1.23	--
资产负债率(%)	44.18	45.88	44.98	43.54
全部债务资本化比率(%)	26.31	30.74	33.18	33.95
流动比率(%)	118.38	149.25	132.55	138.07
经营现金流动负债比(%)	-4.78	-1.30	5.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.76	24.06	31.25	--

注：公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

分析师

竺文彬 王 萌
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

宁波保税区投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）作为宁波保税区（出口加工区）内唯一的资产经营主体和基础设施投资建设主体，在股东支持和业务区域专营等方面具有显著优势，所有者权益规模持续增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入规模较小、整体盈利能力仍弱、债务规模有所增长等因素对公司经营及发展可能带来不利影响。

未来，象保合作区的开发建设使得保税区产业扩张和区域拓展成为可能；公司作为宁波保税区（出口加工区）唯一的基础设施投资建设主体，基础设施投资业务有望增长。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“15甬保投MTN001”和“16甬保投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，宁波保税区（出口加工区）区域经济稳步增长，公司外部发展环境良好。
2. 公司为宁波保税区（出口加工区）唯一的资产经营和基础设施投资建设主体，宁波保税区（出口加工区）管理委员会在跟踪期内对公司的支持力度较大，为公司发展提供了重要的支撑。

关注

1. 跟踪期内，公司盈利能力仍弱，利润总额为负。
2. 公司未来将参与象保合作区基础设施建设，目前象保合作区处于运行的初期阶段，联合资信持续关注其开发、建设进展。

声　明

一、本报告引用的资料主要由宁波保税区投资开发有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

宁波保税区投资开发有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于宁波保税区投资开发有限责任公司（以下简称“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，仍为宁波保税区（出口加工区）管理委员会（以下简称“保税区管委会”）。跟踪期内，公司获得股东增资 2.00 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均增至 12.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围一级子公司 9 家，较上年新增 1 家；公司本部内设财务部、投资管理部、综合部和经营业务部 4 个职能部门。

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 65.84 亿元，所有者权益合计为 36.22 亿元（其中少数股东权益 4.86 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 2.38 亿元，利润总额-0.64 亿元。

截至2018年3月底，公司合并资产总额为 63.90 亿元，所有者权益合计为36.07 亿元（其中少数股东权益4.82 亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入0.43 亿元，利润总额-0.13 亿元。

注册地址：浙江省宁波保税区兴业大道2号7-27-2室；法定代表人：黄敏辉。

三、存续债券及募集资金使用情况

截至2018年6月底，联合资信所评公司发行债券余额合计7.00亿元，募集资金均已全部按约定用于偿还银行借款。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，公司既往还本付息情况良好。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
15 甬保投 MTN001	3.00	3.00	2015/7/17	5 年
16 甬保投 MTN001	4.00	4.00	2016/4/12	5 年
合计	**7.00**	**7.00**		

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1.　行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者，但在其用于城市基础设施建设的财政资金无法满足人民生活水平提升对基础设施建设需求以及固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设融资平台应运而生。在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，由地方政府主导融资平台负责实施的城市基础设施建设投资过热，导致地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家通过对融资平台及其债务的清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，从而约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。特别是随着《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》”）

的颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，仅作为地方政府基础设施建设运营主体，在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

2. 行业政策

在2014年发布的《43号文》的背景下，财政部通过《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预【2014】351号）对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别明确了全国地方性债务，并通过推行政府债务置换的方式使城投公司债务与地方政府性债务逐步分离。此后，国家出台了多项政策进一步加强了地方政府债务管理，弱化了城投企业与地方政府信用关联性，已被认定为政府债务的城投债短期内存在提前置换的可能性，而未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。

2017年以来，地方债务管理改革持续深化，中共中央办公厅及财政部等部委多次发文并召开会议，不断重申《43号文》精神，坚决执行剥离融资平台的政府融资职能，建立以一般债券和土储专项债、收费公路专项债等专项债券为主的地方政府举债融资机制，并多次强调硬化地方政府预算约束，规范举债融资行为；坚决遏制隐性债务增量，决不允许新增各类隐性债务。此外，政府也通过出台相应政策鼓励城投企业作为政府方合法合规与社会资本合作，PPP项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品等支持重点领域投资项目通过债券市场筹措资金，从而为城投公司债券市场融资提供有利的政策环境以支持城投企业的转型升级。

表 2　2017 年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2017 年 4 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 号文	提出全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作，推动融资平台公司市场化转型，规范 PPP 合作行为，再次明确 43 号文内容。
2017 年 5 月	《关于坚决制止地方政府以购买服务名义违法违规融资的通知》财预（【2017】87 号文	规范政府购买服务管理，制止地方政府违法违规举债融资。明确指导性目录的负面清单：（1）货物（原材料、燃料设备等）（2）建设工程新改扩建（3）基础设施建设（4）土地储备前期开发、农田水利等建设工程（5）融资服务或金融服务，棚改和异地搬迁除外；明确先预算后购买的原则；
2017 年 6 月	《关于规范开展政府和社会资本合作项目资产证券化有关事宜的通知》（财金【2017】55 号）	PPP 项目公司、项目公司股东及其他主体（如融资债权人、承包商等）可以收益权、合同债权等作为基础资产，发行资产证券化产品
2017 年 6 月	《关于试点发展项目收益与融资自求平衡的地方政府专项债券品种的通知》财预【2017】89 号文	（1）项目收益专项债主要用于有一定收益的公益性项目，如土地储备、政府收费公路等，在发行上需严格对应项目，偿还资金也来源于对应项目产生的政府性基金或专项收入，不得通过其他项目对应的收益偿还。（2）项目收益债应在国务院批准的本地区专项债务限额内统筹安排，包括当年新增专项债务限额、上年末余额低于限额部分。（3）项目收益专项债严格对应项目发行，还款资金也有对应的项目进行支付。
2017 年 7 月	全国金融工作会议	各级地方党委和政府要树立正确政绩观，严控地方政府债务增量，终身问责，倒查责任。要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为，严格规范金融市场交易行为，规范金融综合经营和产融结合，加强互联网金融监管，强化金融机构防范风险主体责任。
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	对已入库和新增的 PPP 项目，实施负面清单管理，各省级财政部门应于 2018 年 3 月 31 日前完成本地区项目管理库集中清理工作逾期未完成整改或整改不到位的，将暂停该地区新项目入库直至整改完成。
2017 年 12 月	《坚决制止地方政府违法违规举债遏制隐性债务增量情况的报告》	推进地方政府专项债券改革，开好规范举债的“前门”，建立地方政府债务应急处置机制
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	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018 年 2 月	《关于做好 2018 年地方政府债务管理工作的通知》财预【2018】34 号	强调举债的方式和责任并要求地方政府举债要与偿还能力相匹配明确了举债管理的五个方面，包括合理确定分地区地方政府债务限额、加快地方政府债务限额下达进度、用好地方政府债务限额、落实全面实施绩效管理要求和推进地方政府债务领域信息公开。

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	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。
2018 年 4 月	《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》财金【2018】54 号	及时更新 PPP 项目开发目录、财政支出责任、项目采购、项目公司设立、融资到位、建设进度、绩效产出、预算执行等信息，实时监测项目运行情况、合同履行情况和项目公司财务状况，强化风险预警与早期防控。

资源来源：联合资信综合整理

3. 行业发展

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，全国各地区发展不平衡。截至 2017 年底，中国城镇化率为 58.52%，较 2016 年提高 1.17 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，中国城镇化率仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会发展的重点之一。在国家强调坚持稳中求进的工作总基调背景下，基础设施投资是中国经济稳增长的重要手段。2018 年 3 月 5 日，中央政府发布的《2018 年政府工作报告》对中国政府 2018 年工作进行了总体部署，中国城市基础设施建设将在棚户区改造、区域化以及新型城镇化建设等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

综上，在经济面去杠杆、政策面强监管的大背景下，随着融资平台公司政府融资职能剥离、城投公司债务与地方政府性债务的逐步分离，城投公司与地方政府信用关联性将进一步弱化。未来，城投公司仍将作为地方政府基础设施建设的重要主体，其融资及转型压力进一步加大。

4. 宁波保税区（出口加工区）概况

公司作为宁波保税区（出口加工区）基础设施建设主体，主要从事保税区（出口加工区）基础设施建设、物业租赁等业务，其经营范围、投资方向及融资能力直接受地区经济实力影响。

跟踪期内，宁波保税区（出口加工区）经济发展态势良好。

宁波保税区于 2002 年 1 月经国务院批准，以土地置换方式建立了保税区南区，面积为 0.4 平方公里。宁波保税区、浙江宁波出口加工区实行统一管理，宁波保税区（出口加工区）管委会为宁波市政府派出机构，并实行合署办公。目前，区内已初步形成计算机产业群、半导体光电产业群、精密机械产业群、留学生创业企业群、软件产业群和国际贸易、仓储物流企业群，成为华东地区高科技产业发展的高地和重要的进出口物流集散地。

2017 年，宁波保税区（出口加工区）实现地区生产总值 174.4 亿元，同比增长 10.71%；2017 年区内实现进出口总额 120.96 亿美元，同比大幅增长 35.05%。2017 年区域固定资产投资规模为 10.19 亿元，同比增长 130.54%。

表 3 宁波保税区（出口加工区）主要经济指标

（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年
地区生产总值	157.53	174.4
进出口总额（万美元）	89.57	120.96
实际利用外资（万美元）	2340	1692
固定资产投资	4.42	10.19

资料来源：保税区管委会网站

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是由保税区管委会单独出资组建的国有独资公司.截至 2018 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 12.00 亿元，宁波保税区管委会为公司实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，宁波保税区（出口加工区）财

力有所增长，财政收入质量较好。宁波保税区（出口加工区）管委会为公司实际控制人，在资本金注入、股权投资资金等方面对公司提供持续支持。

公司是宁波保税区管委会直接出资组建的公司，宁波保税区（出口加工区）的财政实力一定程度影响公司业务发展水平。

根据宁波保税区（出口加工区）财政局提供数据，2017 年宁波保税区（出口加工区）地方可控财力为 26.93 亿元，同比增长 16.84%。从收入结构看，宁波保税区（出口加工区）地方可控财力仍以一般预算收入为主，为 23.48 亿元，占可控财力的比重为 87.19%，同比增长 14.68%；上级补助收入和预算外财政专户资金占比较低，分别为 4.27%和 8.54%。此外，税收收入在一般预算收入中占比很大，2017 年占比为 99.07%，宁波保税区（出口加工区）一般预算收入的结构稳定。

为了增强公司资本实力，跟踪期内宁波保税区（出口加工区）管委会通过增资等方式对公司提供支持。2017 年，管委会向公司增资 2.00 亿元，同时给予公司股权投资资金 2300.00 万元。

根据保税区管委会、公司、宁波保税区（出口加工区）社会事务服务与综合治理中心（以下简称“保税区服务中心”）以及宁波出口加工区建设开发有限公司四方签订的《增资协议》，2018 年 5 月，保税区管委会收回保税区服务中心预付给公司的人才公寓预收房款，作为股东投资注入公司，合计 7.56 亿元。同时，保税区服务中心和宁波出口加工区建设开发有限公司（公司全资子公司）签订的《宁波保税区人才公寓房屋收购协议》及后续相关补充协议废止。公司资本实力进一步增强。相关工商手续尚未变更。

3. 企业信用记录

跟踪期内，公司过往债务履约情况良好；未发现公司有其他不良信用记录。

根据公司提供的《企业信用报告》（机构信用代码：G1033020600265910R），截至 2018 年 7 月 5 日，公司无未结清不良信贷信息记录，已结清信贷信息中包含 11 笔关注类贷款和 2 笔欠息记录。根据中国工商银行股份有限公司宁波保税区支行提供的说明，上述 11 笔款项因属于关联企业担保被列入关注类；此外，公司有 2 笔欠息记录，均已支付，非恶意欠息。公司既往履约情况良好。

截至 2018 年 7 月 14 日，未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构、管理制度无重大变化，运行情况良好。其中高管人员中1名副总经理变化，对公司经营管理未产生重大影响。

高层管理人员方面原副总经理张焕军因病过世，由刘国亭先生接任。上述高管人员的变动对公司生产经营和偿债能力未产生重大影响。

刘国亭先生，1970年出生，中共党员，硕士研究生；历任宁波东海信托投资有限公司副经理，宁波鸿海事业有限公司财务部经理，宁波中海贸进出口有限公司财务部经理，宁波出口加工区物流中心有限公司副总经理，宁波保税区东海资产经营有限公司总经理，公司财务部经理，2017年8月至今担任公司副总经理。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司作为宁波保税区（出口加工区）唯一的基础设施建设主体和资产经营主体，房屋出租、出售业务在保税区内仍处于专营地位，各项业务稳步运作；营业收入持续增长，受财政补贴核算调整影响，主营业务毛利率大幅上升。

2017 年，公司实现营业收入 2.38 亿元，同比增长 13.65%，主要系公司房屋出租收入

和其他收入增长所致。跟踪期内，公司营业收入仍主要来自于房屋出租收入，占比为54.60%。公司房屋出租业务主要是公司为保税区内企业提供的标准化厂房、仓储设施，以及为保税区企业提供的配套职工宿舍等相关设施的租赁收入。随着标准化厂房等物业租金上涨，公司房屋出租收入稳步上升。2017年，公司房屋出售业务实现收入0.30亿元，占营业收入的比重下降为12.52%。由于财政政策性补贴计入“其他收入”核算，2017年，其他类业务实现收入0.78亿元，同比增长73.25%。

毛利率方面，2017年公司综合毛利率为31.42%，较上年大幅增长11.78个百分点，主要系房屋出售和其他业务板块毛利率大幅上升所致。2018年1~3月，公司实现营业收入4347.80万元，为2017年全年的18.30%；整体毛利率为24.58%。

表4　公司主营业务收入结构与毛利率（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			2018年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
房屋出租	10263.88	49.11	37.97	12968.24	54.60	24.22	2881.07	66.27	31.20
房屋出售	6128.29	29.32	-1.78	2974.56	12.52	14.51	--	--	--
其他	4507.95	21.57	7.01	7809.96	32.88	49.80	1466.73	33.73	11.56
合计	**20900.12**	**100.00**	**19.64**	**23752.76**	**100.00**	**31.42**	**4347.80**	**100.00**	**24.58**

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

（1）基础设施建设与相关配套服务

宁波保税区（出口加工区）已趋于成熟，跟踪期内区内基础设施配套完善，公司目前无重大在建项目

公司是宁波保税区（出口加工区）基础设施建设和相关服务配套设施建设主体，具体建设业务由下属子公司宁波出口加工建设开发有限公司承建。

目前，保税区（出口加工区）基础设施建设已基本完成，在建基础设施项目以保税区（出口加工区）部分基础设施和标准厂房等改扩建为主，整体规模较小。建设模式方面，具体建设业务一般由区管委会建管局年初下达相关年度指标任务，建设资金根据施工进度由保税区（出口加工区）财政拨付，公司账面无盈利。

会计处理上，公司项目支出计入“存货-开发成本”科目，区财政根据项目施工进度拨入资金计入“其他应付款-区财政局”科目，项目完工后上述科目充抵；截至2018年3月底，公司无在建基础设施项目，已完工未决算的项目主要为石浦高速公路新桥连接线地面道路软基工程等，合计3.26亿元。

（2）房屋出租

公司主要职能从园区基础设施建设转为完善区域服务保障方面，受益于租赁面积扩大和良好的园区发展环境，跟踪期内房屋出租收入稳步增长。

公司房屋出租业务经营实体包括宁波保税区投资开发有限责任公司、宁波出口加工建设开发有限公司和宁波出口加工区物流中心有限公司。

跟踪期内，公司可供租赁的宿舍楼面积增长较大。截至2018年3月底，公司用于出租的物业有保税东、南和西区可供租赁标准厂房45.3万平方米；生活宿舍53栋，面积29.3万平方米。租金定价机制与结算方式方面未发生变化，公司标准厂房和生活宿舍出租价格均由宁波保税区（出口加工区）管委会制定。

表5　房屋出租业务主要经营数据

（单位：万平方米、万元、%）

项目	2016年	2017年	2018年1-3月

可供租赁面积	63.80	74.61	74.61
实际出租面积	52.46	60.68	56.80
出租率	82.23	81.33	76.13
租金收入	10263.88	12968.24	2881.07

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司实际租赁面积有所增加，厂房和生活宿舍出租率水平较稳定，房屋出租收入稳步增长。2017 年公司实现房屋出租收入 12968.24 万元，同比增长 26.35%；毛利率为 24.22%，同比下降 13.75 个百分点，主要系跟踪期内新出租的人力资源大厦单位面积租金较低。2018 年 1~3 月，公司共计实现房屋出租收入 2881.07 万元，为 2017 年全年水平的 22.22%。

2017 年，公司以 7.75 亿元购买国贸中心办公 B 塔楼（含裙楼商业及权属车位，以下简称“宁波国贸会展中心”），宁波国贸会展中心位于宁波市区南沿民安路，建筑面积含办公面积 3.96 万平方米、商业面积 2.24 万平方米，预计 2019 年交房，计划用于出租，预计未来公司房屋出租收入有望增长。

（3）房屋出售

跟踪期内，公司房屋出售收入规模较小，未来可售规模尚可，但易受园区招商引资进度等因素影响。

房屋出售主要为宁波保税区投资开发有限责任公司和宁波出口加工建设开发有限公司承建的区内标准厂房、人才公寓等。公司房屋销售对象主要为入驻保税区（出口加工区）企业。

目前，公司主要在售的房地产项目为保税南区人才公寓和保税区商务大楼，上述项目总投资 11.47 亿元，均已完工；针对南区人才公寓项目，2012 年公司与宁波保税区（出口加工区）社会事务服务与综合治理中心签订收购协议。截至 2018 年 3 月底，公司累计预收购房款 7.56 亿元，目前预售房款已经被股东收回并作为出资再注入公司，未来人才公寓仍用于出售，人才公寓可售公寓共计 1055 套。保税区商务大楼部分用于出售，未来以招商引资企业提供政策租赁为主。

由于房屋出售受保税区招商引资优惠政策和入驻园区企业需求等因素影响，具有一定波动性。2017 年公司房屋出售业务确认收入 2974.56 万元。其中主要包括人才公寓销售 37 套，销售金额 1823.22 万元，以及保税区商务大楼部分门面销售收入 1037.25 亿元。

（4）其他业务

公司其他业务收入主要为物流收入、物业管理服务收入、电费收入和财政补贴收入等。2017 年，公司其他业务收入为 7809.96 万元，较上年大幅上升 73.25%，主要系部分财政补贴收入计入此项目核算，毛利率大幅上升至 49.80%。2018 年 1~3 月，公司其他业务收入为 1466.73 万元，毛利率为 11.56%。

3. 未来发展

未来，公司除了在满足宁波保税区（出口加工区）区域服务功能的基础上，强化市场化经营；此外公司将积极参与宁波象保合作区的基础设施建设投资。宁波象保合作区由宁波保税区管委会与象山县政府合作共建。合作区开发建设、招商引资、经济管理等由宁波保税区管委会负责，教育、卫生、民政、公安、司法等由象山县政府负责。双方共同组建宁波象保合作区投资开发公司（以下简称“象保投资”），注册资本 10 亿元，负责合作区土地综合开发和基础设施建设，公司代表宁波保税区（出口加工区）出资，出资比例为 50%，实际控股象保投资，并参与象保合作区的基础设施建设。

2017 年，象保合作区全年实现税收 1.11 亿元，同比大幅增长 60.87%；累计完成固定资产投资约 10.3 亿元，其中社会投资约 9.1 亿元。根据象保合作区“十三五”规划，象保合作区将在 2020 年前完成 8 平方公里启动区开发建设，建成集研发、孵化和科技成果产业化为一体的智能制造产业园。由于象保合作区目前处于建设初期阶段，其开发、建设进度等存在一定的不确定性，联合资信将持续关注象保合作区的开发进展。

八、财务分析

公司提供了 2017 年财务报告，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2018 年一季度财务报表未经审计。

合并报表范围变化方面，2018 年公司合并范围新增 1 家子公司，为公司投资设立的宁波保税区投资促进中心有限公司，新设立的子公司规模较小，公司财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产中预付购房款增长导致非流动资产占比进一步增长，非流动资产仍以长期股权投资和投资性房地产为主；流动资产中其他应收款占比较大，对资金形成一定占用，整体资产质量一般。

截至 2017 年底，公司资产总额 65.84 亿元，同比增长 11.00%。按构成看，公司资产仍以非流动资产为主，占比进一步上升至 74.47%。

表6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.34	15.04	6.91	10.50	3.86	6.04
其他应收款	3.32	5.99	6.46	9.81	6.46	10.11
存货	7.06	12.73	3.21	4.88	3.22	5.03
流动资产合计	**18.90**	**34.09**	**16.80**	**25.53**	**13.88**	**21.72**
可供出售金融资产	2.04	3.69	0.52	0.79	0.52	0.81
长期股权投资	11.80	21.28	16.56	25.16	16.60	25.99
投资性房地产	17.09	30.84	17.58	26.71	17.46	27.32
在建工程	2.08	3.75	2.81	4.27	2.99	4.68
无形资产	0.72	1.30	0.29	0.44	0.29	0.46
其他非流动资产	1.16	2.09	9.40	14.28	10.31	16.14
非流动资产合计	**36.54**	**65.91**	**49.03**	**74.47**	**50.02**	**78.28**
资产总计	**55.44**	**100.00**	**65.84**	**100.00**	**63.90**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及公司提供

2017年底，公司流动资产为16.80亿元，同比下降11.08%，主要系存货下降所致。公司货币资金6.91亿元，仍以银行存款为主（占99.98%）；公司其他应收款主要为往来款（占80.93%）和土地购买保证金等，2017年底账面价值为6.46亿元（已计提坏账准备0.46亿元），同比增长94.42%，主要系与宁波保税区（出口加工）土地储备中心的往来款增长。按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款组合（6.21亿元）中，1年以内的占74.65%、1~2年的占9.56%，综合账龄较短。按欠款单位看，前5名的欠款金额占其他应收款账面价值的97.86%，集中度很高。

表 7　2017 年底公司其他应收款主要欠款单位情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	款项性质
宁波保税区（出口加工区）土地储备中心	4.33	59.86	土地出让金、借款
宁波保税区（出口加工区）区域合作中心	1.53	21.08	履约保证金、借款
宁波浙台经贸合作区投资开发有限公司	1.00	13.81	政府类保证金
宁波保税区市场发展有限公司	0.20	2.76	借款
宁波保税区（出口加工区）会计结算中心	0.03	0.35	往来款
合计	**7.09**	**97.86**	--

资料来源：公司提供

2017 年底，公司存货为 3.21 亿元，主要为完工的房地产项目，同比下降 54.46%，主要系开发成本中的海域使用权（3.23 亿元）被土储

中心收回，公司已计提存货跌价准备 481.11 万元。

2017 年底，公司非流动资产较上年增长 34.19%，达 49.03 亿元，主要源于长期股权投资和其他非流动资产的增加。

2017 年底，公司可供出售金融资产减少 74.60%至 0.52 亿元，主要系宁波银亿投资集团有限公司按约定对本公司持有的目标公司股权 1.2 亿元进行回购。公司长期股权投资 16.56 亿元，同比增长 40.37%，主要系联营企业宁波梅山岛开发投资有限公司对应的其他权益增长 4.44 亿元。公司投资性房地产为 17.58 亿元，同比小幅增长为存货转入，仍主要为公司自持出租的标准化厂房和园区配套宿舍楼等。公司在建工程为 2.81 亿元，同比增长 35.51%，主要为建安工程增长。公司无形资产减少至 0.29 亿元主要系土地使用权出售。公司其他非流动资产大幅增长至 9.40 亿元系增加预付购房款 8.26 亿元，主要用于购买宁波国贸会展中心，未来用于出租。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 5.19 亿元，受限资产占总资产比例为 7.88%。此外，2017 年底新增抵押借款 5.00 亿元的抵押资产为公司购买的宁波国贸会展中心（计入“其他非流动资产”），未来会展中心交付公司后，3 个月内将全部抵押给银行。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 63.90 亿元，较 2017 年底下降 2.94%，主要系构成上较上年末变动不大，公司资产构成保持相对稳定。

2. 资本结构

所有者权益

跟踪期内，股东对公司增资及公司投资企业权益变动带动公司所有者权益持续增长；所有者权益稳定性较好。

2017 年底，公司所有者权益为 36.22 亿元（其中归属于母公司所有者权益合计 31.36 亿元），较上年增长 13.99%，主要来自实收资本和资本公积的增加。按构成看，公司所有者权益中资本公积、实收资本和少数股东权益占比分别为 50.68%、33.13%和 13.42%。

2017 年股东增资 2.00 亿元，公司实收资本增长至 12.00 亿元。公司资本公积主要为公司股东注入的货币资金，2017 年底为 18.36 亿元，同比增长 34.10%。主要原因是公司持有的宁波梅山岛开发投资有限公司资本公积变动，公司按照所享权益增加资本公积 4.44 亿元，同时管委会对公司注资 0.23 亿元；

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 36.07 亿元，较 2017 年底变化不大。

负债

跟踪期内公司负债规模小幅增长，预收款规模仍较大。公司有息债务规模有所增长，以长期债务为主。

2017 年底，公司负债总额 29.61 亿元，较上年增长 15.27%。公司负债构成中流动负债占比下降至 42.81%。

表8　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收账款	7.76	30.50	7.70	26.00	7.77	27.93
其他应付款	3.31	13.00	3.02	10.19	0.88	3.17
一年内到期的非流动负债	0.60	2.36	1.10	3.71	0.81	2.91
流动负债合计	**12.66**	**49.78**	**12.68**	**42.81**	**10.05**	**36.12**
长期借款	5.80	22.80	9.95	33.60	10.79	38.78
应付债券	6.91	27.18	6.93	23.42	6.93	24.92
非流动负债合计	**12.78**	**50.22**	**16.94**	**57.19**	**17.77**	**63.88**
负债合计	**25.44**	**100.00**	**29.61**	**100.00**	**27.82**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及公司提供

2017 年底，公司流动负债为 12.68 亿元，同比变化不大。按构成看，公司流动负债仍主要以预收款项和其他应付款为主。公司预收账款主要为预收人才公寓房屋销售款，2017 年底为 7.70 亿元。公司其他应付款仍主要为宁波保税区建管局和宁波保税区财政局的往来款。公司一年内到期非流动负债为 1.10 亿元，全部为一年内到期的长期借款。

2017 年底，公司非流动负债 16.94 亿元，较上年增长 32.56%，主要系长期借款增长。2017 年底，公司长期借款 9.95 亿元，同比增长 71.55%，主要系抵押借款增长 3.75 亿元至 9.55 亿元。公司应付债券全部为 7.00 亿元中期票据。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 27.82 亿元，较上年底减少 6.05%，主要为其他应付款中分别应付财政和工科局 2000 万元和 300 万元转资本公积，其他科目变动不大。其中流动负债占比下降至 36.12%。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司有息债务总额 17.98 亿元，较上年增长 35.08%，整体债务规模仍较小，构成仍以长期债务为主，占比为 93.88%。2017 年底，公司资产负债率小幅下降至 44.98%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均小幅上升，分别为 33.18%和 31.79%，分别较上年增加 2.44 和 2.02 个百分点，公司债务负担小幅上升。截至 2018 年 3 月底，公司有息债务合计 18.54 亿元，较上年底微幅增长，仍以长期债务为主。

3. 盈利能力

跟踪期内，受益于房屋出租收入稳步增长和政府补贴收入计入其他业务，公司营业收入实现增长，公司营业利润持续亏损；跟踪期内利润总额为负，公司整体盈利能力仍弱。

2017 年，公司营业收入仍以房屋出租收入为主，受房屋出租收入稳步增长及其他业务增长带动，公司实现营业收入 2.38 亿元，同比增长 13.65%。同期，受其他板块毛利率水平上升影响，公司营业利润率上升至 16.93%，较上年上升 10.17 个百分点。

跟踪期内，公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主，对营业利润侵蚀严重。2017 年，公司期间费用在营业收入中占比 33.19%，较上年下降 8.69 个百分点。公司费用控制能力有所改善，但有待提高。2017 年，公司资产减值损失为 0.67 亿元，主要为应收保税区土储中心坏账损失 0.46 亿元和可供出售金融资产减值损失 0.16 亿元。公司投资收益为 0.39 亿元，主要为投资梅山开发公司产生的收益，为公司营业利润形成一定补充。由于 2017 年公司经营持续亏损，且未获取政府补助，利润总额为-0.64 亿元。

2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 0.28%和-1.23%，较上年分别上升 0.03 和 1.59 个百分点，公司盈利能力仍弱。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 0.43 亿元，营业收入占上年全年营业收入的 18.30%；营业利润率为 21.55%。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动净现金流由负转正，收现质量有所改善，但公司投资活动净流出规模较大，公司对外部融资存在一定依赖。

从经营活动现金流看，2017 年，公司房屋出租收入等稳步增长，带动经营活动产生的现金流入量同比增长 13.55%，为 2.74 亿元。经营活动现金流出量同比下降 21.73%，为 2.02 亿元，构成较上年变化，主要由购买商品、接受劳务支付的现金（1.06 亿元）构成。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额由负转正，为 0.72 亿元。收入实现质量方面，2017 年公司现金收入比为 107.05%，较上年上升 20.52 个百分点，收入质量有所改善。

从投资活动现金流看，跟踪期内，公司投资活动持续净流出，2017 年为-8.23 亿元。公司投资活动产生的现金流入为 4.36 亿元，主要来自收回投资收到的现金（1.49 亿元）和收到其他与投资活动有关的现金（2.24 亿元）；投资活动现金流出量为 12.59 亿元，主要为购建固

定资产及无形资产支付的现金(10.12 亿元，主用于购买宁波国贸会展中心)和支付其他与投资活动有关的现金（2.40 亿元），公司收到与支付其他与投资活动有关的现金主要为象保投资与国有企业之间的往来款。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动产生的现金流入为 7.49 亿元，来自于吸收投资收到现金（2.00 亿元）和取得借款收到的现金；筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主，公司筹资活动产生的现金流量净额为 6.08 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-0.13 亿元；投资活动现金净流流出 1.15 亿元，主要为象保投资的项目投资支出；筹资活动中支付其他与筹资活动有关的现金为 2.20 亿元，主要为偿还保税区财政局借款，筹资活动现金净流出 1.78 亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较强，受公司长期债务规模扩大、盈利能力弱化影响，公司长期偿债能力指标弱化。考虑到股东注资等大力支持，公司整体偿债压力一般。

从短期偿债指标看，2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 132.55%和 107.20%，较上年分别下降 16.71 个和上升 13.68 个百分点。2018 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 138.07%和 106.08%。2017 年，公司经营现金流动负债比由负转正为 5.70%。整体看，截至 2017 年底，公司短期债务规模较小，货币资金充足，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 0.58 亿元，同比变化不大；同期，公司全部债务/EBITDA 为 31.25 倍，较上年的 24.06 倍进一步增长，该项指标有所弱化。考虑到公司持续获得股东支持，公司整体偿债压力一般。

截至 2018 年 6 月底，公司共获得银行授信额度合计 15.00 亿元，已使用额度 8.15 亿元，公司间接融资渠道尚可。

截至 2018 年 6 月底，公司对外担保共计 1.50 亿元，相当于 2017 底公司净资产的 4.14%。被担保公司为保税区管委会直属企业，截至目前经营状况良好，公司或有负债风险不大。

九、存续债券偿债能力分析

截至2018年6月底，公司无一年内到期的应付债券，存续债券的短期偿债压力较小；考虑到公司外部支持持续，公司存续偿债偿债能力尚可。

截至2018年6月底，公司存续债券余额7.00亿元，公司无一年内到期的应付债券，2021年将达到存续债券待偿本金峰值4.00亿元。2017年经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为2.74亿元、0.72亿元和0.58亿元，对公司存续债券保障情况如下表。上述保障指标均弱，但考虑到股东对公司持续支持，公司存续债券的保障能力尚可。

表9　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

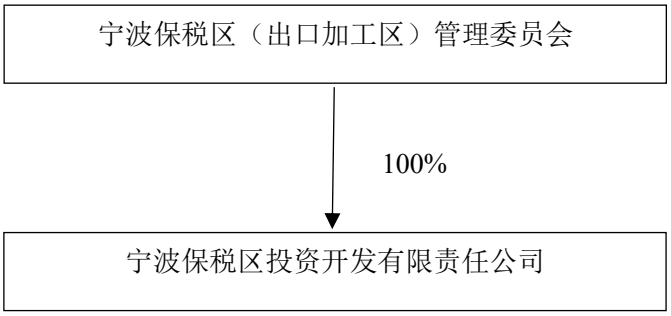
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	4.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.69
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.19
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.15

资料来源：联合资信整理

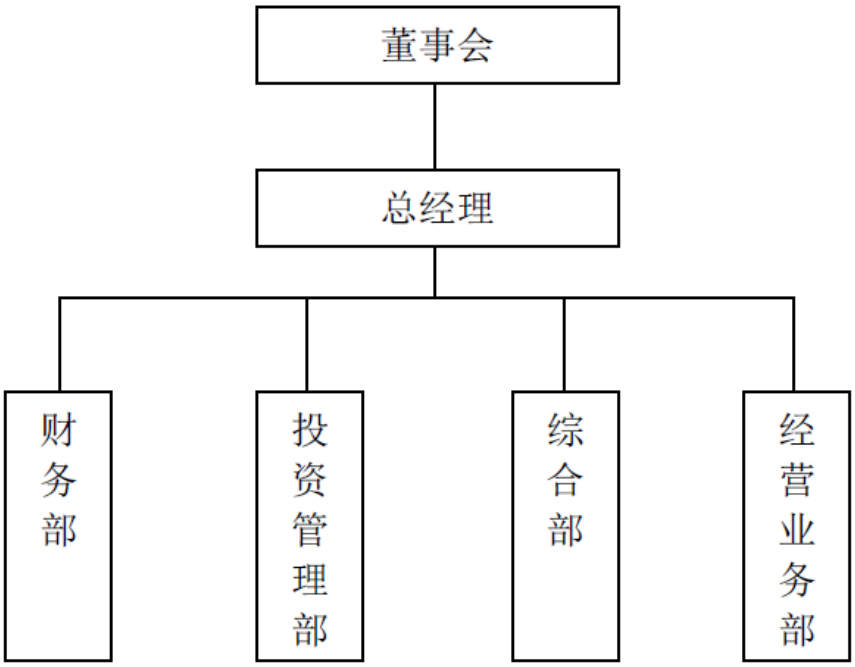
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“15甬保投MTN001”和“16甬保投MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	5.76	8.34	6.91	3.86
资产总额(亿元)	49.94	55.44	65.84	63.90
所有者权益(亿元)	27.88	30.00	36.22	36.07
短期债务(亿元)	4.59	0.60	1.10	0.82
长期债务(亿元)	5.36	12.71	16.88	17.72
全部债务(亿元)	9.95	13.31	17.98	18.54
营业收入(亿元)	2.11	2.09	2.38	0.43
利润总额(亿元)	0.57	0.06	-0.64	-0.13
EBITDA(亿元)	1.47	0.55	0.58	--
经营性净现金流(亿元)	-0.80	-0.16	0.72	-0.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	36.94	30.16	35.86	--
存货周转次数(次)	0.21	0.20	0.32	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	140.11	86.53	107.05	110.19
应收类款项/资产总额(%)	8.00	6.12	9.91	10.29
营业利润率(%)	5.16	6.76	16.93	21.55
总资本收益率(%)	2.51	0.25	0.28	--
净资产收益率(%)	1.69	0.36	-1.23	--
长期债务资本化比率(%)	16.14	29.77	31.79	32.95
全部债务资本化比率(%)	26.31	30.74	33.18	33.95
资产负债率(%)	44.18	45.88	44.98	43.54
流动比率(%)	118.38	149.25	132.55	138.07
速动比率(%)	59.21	93.52	107.20	106.08
经营现金流动负债比(%)	-4.78	-1.30	5.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.76	24.06	31.25	--

注：公司 2018 年第一季度财务数据未经审计。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
应收类款项/资产总额	（应收账款+其他应收款+长期应收款）/资产总额×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	营业利润/营业收入净额×100%
营利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级