信用等级公告

联合〔2019〕2210 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主体长期信用等级为 AA，维持“15 甬保投 MTN001”“16 甬保投 MTN001”和“19 甬保投 MTN001”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

二〇一九年七月二十四日

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
http://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
19 甬保投 MTN001	1 亿元	2022/1/25	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	8.34	6.91	4.88	5.60
资产总额(亿元)	55.44	65.84	69.35	70.29
所有者权益(亿元)	30.00	36.22	45.33	45.22
短期债务(亿元)	0.60	1.10	2.53	1.98
长期债务(亿元)	12.71	16.88	19.28	21.42
全部债务(亿元)	13.31	17.98	21.81	23.40
营业收入(亿元)	2.09	2.38	3.13	0.46
利润总额(亿元)	0.06	-0.64	0.06	-0.12
EBITDA(亿元)	0.99	0.30	1.37	--
经营性净现金流(亿元)	-0.16	0.72	-0.69	-0.14
应收类款项/资产总额(%)	6.12	9.91	6.87	6.46
营业利润率(%)	6.76	16.93	18.84	20.16
净资产收益率(%)	0.36	-1.23	-0.38	--
资产负债率(%)	45.88	44.98	34.65	35.66
全部债务资本化比率(%)	30.74	33.18	32.48	34.10
流动比率(%)	149.25	132.55	333.75	450.02
经营现金流动负债比(%)	-1.30	5.70	-14.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.44	59.26	15.86	--

注：2019 年第一季度财务数据未经审计

分析师： 唐立倩　宋金玲
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）（以下简称“保税区”）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。跟踪期内，公司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、整体盈利能力仍弱等因素对公司经营及发展可能带来的不利影响。

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，公司作为保税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主体长期信用等级为 AA，维持“15 甬保投 MTN001”“16 甬保投 MTN001”和“19 甬保投 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，保税区区域经济稳步增长，公司外部发展环境良好。
2. 公司为保税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，公司收入规模较小，盈利能力仍弱，净利润为负。
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，联合资信将持续关注其开发、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、企业基本情况

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，保税区管委会将公司以前年度预收的宁波保税区财政局拨付的人才公寓回购款 7.56 亿元作为投资款注入公司。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均增至 19.56 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化。截至 2019 年 3 月底，公司合并范围子公司 12 家（其中一级子公司 9 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 2018 年底，公司合并资产总额为 69.35 亿元，所有者权益合计为 45.33 亿元（其中少数股东权益 4.94 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 3.13 亿元，利润总额 0.06 亿元。

截至2019年3月底，公司合并资产总额为 70.29 亿元，所有者权益合计为45.22亿元（其中少数股东权益4.89 亿元）；2019年1~3月，公司实现营业收入0.46亿元，利润总额-0.12 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2019年3月底，联合资信所评公司存续债券余额合计8.00亿元，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　截至 2019 年 3 月底联合资信所评公司存续债券概况（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
19 甬保投 MTN001	1.00	1.00	2019/1/25	3 年
合计	**8.00**	**8.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（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。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将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投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法

人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投企业快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，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债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，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，以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。2014年，《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》”）颁布，城投企业的融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投企业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

根据2014年《43号文》，财政部发布《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，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，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。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见下表。

表2 2018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
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9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。

2019 年 2 月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国发办〔2019〕6 号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019 年 3 月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》财金〔2018〕10 号	严格按要求规范的 PPP 项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供各种形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目。
2019 年 3 月	《2019 政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量的地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019 年 5 月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信整理

（3） 行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用关联性进一步弱化。2018 年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着 2018 年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至 2018 年底，中国城镇化率为 59.58%，较 2017 年底提高 1.06 个百分点，相较于中等发达国家 80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019 年 3 月 5 日，《2019 年政府工作报告》对中国政府 2019 年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济

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 1992 年经国务院批准设立（规划面积 2.3 平方公里）、宁波出口加工区于 2002 年经国务院批准设立（规划面积 3 平方公里），两区管委会实行“两块牌子、一套班子”管理方式，保税区管委会为宁波市政府派出机构。宁波保税区（出口加工区）毗邻宁波舟山港，具有国际贸易、保税仓储、加工制造、保税展示等主要功能，集聚各类企业 9000 多家，其中外资企业 330 多家，投资总额约 80 亿美元。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。2018 年 5 月宁波保税区（出口加工区）荣获浙江省十佳开放平台。

2018 年，宁波保税区（出口加工区）全区实现生产总值 192 亿元，同比增长 10%；外贸进出口 890 亿元，同比增长 19.2%（其中出口 300 亿元、进口 590 亿元，同比分别增长 14.2%、21.9%）；跨境电商进口达到 100 亿元，同比增长 82%；工业总产值 326.7 亿元，同比增长 2.8%；限额以上商品销售总额 1569 亿元，同比增长 15%；新引进外资企业 49 家，

实际利用外资 6258 万美元，增长 270%；固定资产投资 20.2 亿元。

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	2018 年
地区生产总值	157.53	174.4	192
实际利用外资（万美元）	2340	1692	6258
固定资产投资	4.42	10.19	20.2

资料来源：保税区管委会网站

五、基础素质分析

1. 股权状况

公司是由宁波保税区（出口加工区）管委会单独出资组建的国有独资公司。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 19.56 亿元，保税区管委会仍为公司实际控制人。

2. 外部支持

跟踪期内，宁波保税区（出口加工区）财力持续增长，财政自给能力很强，地方政府债务风险很小；股东通过增资方式进一步增强了公司资本实力。

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《关于宁波保税区 2018 年预算执行情况及 2019 年预算草案的报告》，2018 年宁波保税区（出口加工区）地方可控财力为 31.52 亿元。从收入结构看，2018 年宁波保税区（出口加工区）实现一般公共预算收入 29.86 亿元，同比增长 27.2%，其中税收收入 28.22 亿元，同比增长 21.3%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 94.51%；政府性基金收入 0.85 亿元，系土地出让金收入；上级补助收入 0.81 亿元。宁波保税区（出口加工区）地方可控财力仍以一般公共预算收入为主，上级补助占比较小；一般公共预算收入结构稳定。

2018 年，宁波保税区（出口加工区）一般公共预算支出 18.8 亿元，同比增长 18.8%；当年全区财政自给率（一般公共预算收入/一般公共预算收入支出*100%）为 158.83%，财政自给能力很强。截至 2018 年底，宁波保税区（出口加工区）地方政府债务余额 0.48 亿元（系专项债务），债务率（地方政府债务余额/地方可控财力×100%）为 1.52%，地方政府债务风险很小。

跟踪期内，保税区管委会通过增资方式对公司提供支持，进一步增强了公司资本实力。2018 年，保税区管委会将公司下属子公司宁波出口加工区建设开发有限公司（以下简称“出口加工区开发公司”）以前年度预收的宁波保税区财政局拨付的人才公寓回购款 7.56 亿元作为投资款注入公司。同时，宁波保税区（出口加工区）社会事务服务与综合治理中心与出口加工区开发公司以前年度签订的《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。

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 2019 年 7 月 24 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，于 2015 年 11 月 24 日已结清，非恶意欠息。公司既往履约情况良好。

截至 2019 年 7 月 15 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，公司在治理结构、管理架构和管理制度等方面无重大变化，运行情况良好。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受益于房屋出售收入增加，公

司营业收入同比大幅增长；毛利率相对稳定。

2018 年，公司实现营业收入 3.13 亿元，同比大幅增长 31.63%，主要系房屋出售收入增长所致。跟踪期内，公司营业收入主要来自于房屋出租和房屋出售收入，占比分别为 35.29%和 32.79%。

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为29.07%，与上年相比变化不大。2019年1~3月，公司实现营业收入4638.97万元，为2018年全年的14.84%；综合毛利率为22.81%。

表 4　公司营业收入结构与毛利率（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	12968.24	54.60	24.22	11033.02	35.29	20.61	3211.08	69.22	38.38
房屋出售	2974.56	12.52	14.51	10252.62	32.79	37.99	--	--	--
其他	7809.96	32.88	49.80	9980.14	31.92	29.26	1427.89	30.78	-10.87
合计	**23752.76**	**100.00**	**31.42**	**31265.78**	**100.00**	**29.07**	**4638.97**	**100.00**	**22.81**

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出口加工区开发公司负责。

截至 2019 年 3 月底，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。业务模式方面，具体建设业务一般由保税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冲抵；现金流方面，项目支出计入“购买商品、接受劳务支付的现金”，财政拨入资金计入“收到其他与经营活动有关的现金”。

截至 2019 年 3 月底，公司无在建重大基础设施项目；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（2017 年 12 月竣工）等，已投资合计 0.30 亿元。

（2）房屋出租

公司房屋出租受保税区（出口加工区）招商政策影响较大；跟踪期内房屋出租收入出现下滑。

公司房屋出租业务主要是为保税区内企业提供标准化厂房、仓储设施，以及为保税区企业提供配套职工宿舍等相关设施的租赁。房屋出租经营实体包括公司本部及下属子公司出口加工区开发公司和宁波出口加工区物流中心有限公司。

跟踪期内，公司可供租赁房屋面积有所增加，截至 2019 年 3 月底，公司可供租赁房产面积合计 84.34 万平方米，主要包括保税东区、南区和西区可供租赁标准厂房 47.49 万平方米；东区、南区和西区生活宿舍 52 栋（面积 29.35 万平方米）等。跟踪期内，房屋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保税区管委会制定。

表 5　房屋出租业务主要经营数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
可供租赁面积（万平方米）	74.61	76.05	84.34
实际出租面积（万平方米）	60.68	57.78	59.00
出租率（%）	81.33	75.98	69.96

租金收入（万元）	12968.24	11033.02	3211.08

资料来源：公司提供

跟踪期内，受保税区招商预留政策影响，公司房屋出租率下滑。2018 年公司实现房屋出租收入 1.10 亿元，同比下降 15.38%，主要系出租面积减少所致；毛利率为 20.61%，同比小幅下降 3.61 个百分点。2019 年 1~3 月，公司共计实现房屋出租收入 3211.08 万元，为 2018 年全年水平的 29.10%；当期房屋整修成本较少，使得毛利率上升至 38.38%。

2017 年公司购买国贸中心办公 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”），截至 2019 年 3 月底，累计支付款项 9.20 亿元（其中 2017 年支付 7.75 亿元），基本支付完毕，因过户手续尚未完成，公司将其计入“其他非流动资产”核算。宁波国贸会展中心位于宁波市区南沿民安路，建筑面积包括办公面积 3.96 万平方米、商业面积 2.24 万平方米，计划于 2019 年下半年开始出租运营，预计公司房屋出租收入将有所增长。

（3）房屋出售

跟踪期内，公司房屋出售收入大幅增加，未来可售规模尚可，但销售进度及规模易受园区招商引资政策等因素影响。

公司出售的房屋主要为公司承建的区内标准厂房和人才公寓房产，销售对象主要为入驻保税区（出口加工区）企业；销售进度易受园区招商引资政策等因素影响；公司向区内相关企业销售房地产一般参考评估机构评估值进行公开交易。

2018 年公司实现房屋出售收入 1.03 亿元，同比大幅增加 0.73 亿元，主要系出售标准旧厂房所致；毛利率由上年的 14.51%增至 37.99%，主要系当年出售的标准旧厂房原造价成本较低所致。2019 年 1~3 月，公司未实现房屋出售收入。截至 2019 年 3 月底，公司在售的房产为人才公寓和 2018 年购入的邻里中心—智汇佳苑 1-10#房产（账面价值 2.53 亿元），其中人才公寓房产于 2015 年 12 月竣工，项目总投资 7.97 亿元，可出售面积 18.00 万平方米，截至 2019 年 3 月底已销售 2.45 万平方米，累计实现销售收入 1.61 亿元，尚可出售面积 15.55 万平方米，公司在售房产进度将根据园区内销售政策进行。截至 2019 年 3 月底，公司无在建和拟建房产项目，联合资信将对公司房屋出售业务的可持续性保持关注。

（4）其他业务

公司其他业务收入主要由物流、物业管理、水电销售、人力资源服务、城建管理费、餐饮、财政补贴等收入构成。2018 年，公司实现其他业务收入 9980.14 万元；毛利率由上年的 49.80%降至 29.26%，主要系当年毛利率较高的财政补贴收入大幅减少所致。2019 年 1~3 月，公司实现其他业务收入 1427.89 万元。

3. 未来发展

公司未来将积极参与宁波象保合作区的基础设施建设投资；但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。

随着宁波保税区基础设施建设区域完善，未来，公司将在继续满足宁波保税区（出口加工区）区域服务功能的基础上，强化市场化经营，同时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（出口加工区）管委会与象山县政府合作共建，双方共同组建的宁波象保合作区投资开发公司（以下简称“象保投资公司”）具体负责象保合作区土地综合开发和基础设施建设任务。象保投资公司注册资本 10 亿元，宁波保税区（出口加工区）管委会和象山县人民政府各占 50%股份，公司代表宁波保税区（出口加工区）出资，实际控股象保投资公司，并积极参与象保合作区的基础设施建设。

2018 年，象保合作区基础设施建设全面展开，累计完成固定资产投资约 8.90 亿元，其中社会投资约 7.47 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。

八、财务分析

公司提供了2018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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2019年第一季度财务报表未经审计。

2018年公司合并范围无变化，财务数据可比性强。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模和构成相对稳定，资产仍以非流动资产为主。

截至2018年底，公司资产总额69.35亿元，同比小幅增长5.34%。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77.35%。

表6　2017~2019年3月公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年		2018年		2019年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	6.91	10.50	4.88	7.04	5.60	7.97
其他应收款	6.46	9.81	4.66	6.72	4.40	6.26
存货	3.21	4.88	5.74	8.28	5.74	8.17
流动资产合计	**16.80**	**25.53**	**15.71**	**22.65**	**16.22**	**23.08**
长期股权投资	16.56	25.16	18.63	26.86	18.66	26.55
投资性房地产	17.58	26.71	19.07	27.50	18.93	26.93
在建工程	2.81	4.27	4.48	6.46	4.53	6.44
其他非流动资产	9.40	14.28	8.73	12.59	9.21	13.10
非流动资产合计	**49.03**	**74.47**	**53.64**	**77.35**	**54.08**	**76.94**
资产总额	**65.84**	**100.00**	**69.35**	**100.00**	**70.29**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及2019年一季度报表整理

截至2018年底，公司流动资产15.71亿元，同比下降6.49%，主要系货币资金和其他应收款减少所致。截至2018年底，公司货币资金4.88亿元，同比减少29.38%，仍以银行存款为主（占99.87%）；其他应收款4.66亿元（按账龄分析法计提坏账准备0.40亿元），同比减少27.82%，主要系跟踪期内借款收回所致，公司其他应收款主要由政府类保证金（占其他应收款比重为20.36%）和土地收储款（占其他应收款比重为62.85%）构成，账龄主要为1~2年，前5名的欠款金额占其他应收款的比重为97.40%，集中度很高；存货5.74亿元，同比增长78.58%，主要系2018年6月购入的邻里中心--智汇佳苑商业房产项目所致，公司未来计划将其出售。

表7　截至2018年底其他应收款前五名欠款单位情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	占比	款项性质
宁波保税区土地整理中心不动产登记中心	3.18	62.85	土地收储款
宁波浙台经贸合作区投资开发有限公司	1.04	20.61	借款、政府类保证金
宁波保税区（出口加工区）区域合作中心	0.68	13.35	借款、政府类保证金
宁波保税区（出口加工区）会计结算中心	0.03	0.49	往来款
中国航天建设集团有限公司	0.01	0.10	水电销售
合计	**4.94**	**97.40**	--

资料来源：公司审计报告

截至2018年底，公司非流动资产53.64亿元，同比小幅增长9.40%，主要系长期股权投资和投资性房地产增加所致。截至2018年底，公司长期股权投资18.63亿元，同比增长12.47%，主要系联营企业宁波梅山岛开发投资有限公司的其他权益增加所致；投资性房地产

19.07 亿元，受跟踪期内购置及固定资产转入影响，同比小幅增长 8.48%。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 8.70 亿元，其中存货中 2.29 亿元房产和 6.16 亿元投资性房地产因抵押担保而受限；受限资产占总资产的比重为 12.55%，受限资产规模尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 70.29 亿元，资产规模及构成基本与上年底保持一致。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益持续增长，稳定性较好。

截至 2018 年底，公司所有者权益 45.33 亿元，同比增长 25.13%，主要系实收资本和资本公积增加所致。截至 2018 年底，公司实收资本 19.56 亿元，同比增长 63.03%，主要系 2018 年保税区管委会将公司预收的宁波保税区财政局拨付的人才公寓回购款 7.56 亿元作为投资款注入公司所致；资本公积 20.06 亿元，同比小幅增长 9.29%，系联营企业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 1.70 亿元所致。截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益 45.22 亿元，较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司负债规模小幅下降；以长期债务为主的有息债务有所增长，公司债务负担尚可。

截至 2018 年底，公司负债总额 24.03 亿元，同比下降 18.86 %，主要系预收款项和其他应付款减少所致，公司流动负债占负债总额的比重下降至 19.60%。

表8　2017~2019年3月公司主要负债和所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
预收账款	7.70	26.00	0.43	1.79	0.50	1.99
其他应付款	3.02	10.20	0.78	3.25	0.83	3.31
一年内到期的非流动负债	1.10	3.71	2.03	8.45	1.98	7.90
流动负债合计	**12.68**	**42.80**	**4.71**	**19.60**	**3.60**	**14.36**
长期借款	9.95	33.60	12.33	51.31	13.48	53.77
应付债券	6.93	23.40	6.96	28.96	7.95	31.71
非流动负债合计	**16.94**	**57.20**	**19.32**	**80.40**	**21.46**	**85.64**
负债合计	**29.61**	**100.00**	**24.03**	**100.00**	**25.07**	**100.00**
实收资本	12.00	33.13	19.56	43.15	19.56	43.26
资本公积	18.36	50.69	20.06	44.25	20.06	44.36
所有者权益合计	**36.22**	**100.00**	**45.33**	**100.00**	**45.22**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告及 2019 年一季度报表整理

截至 2018 年底，公司流动负债 4.71 亿元，其中预收款项 0.43 亿元，同比大幅下降 94.47%，主要系 7.56 亿元人才公寓回购款转为股东注资所致；其他应付款 0.78 亿元，同比下降 74.18%，主要系公司与宁波保税区建管局和宁波保税区财政局往来款减少所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 19.32 亿元，同比增长 14.08%，主要系长期借款增加所致。截至 2018 年底，公司长期借款 12.33 亿元，同比增长 23.87%，全部为抵押借款；应付债券 6.96 亿元，系公司发行的中期票据。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 25.07 亿元，同比小幅增长 4.32%；公司负债仍以非流动负债为主。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司有息债务合计 21.81 亿元，同比增长 21.25%；资产

负债率、全部债务资本化比率分别由上年底的44.98%、33.18%降至34.65%、32.48%，公司债务负担尚可。截至2018年底，长期债务占比为88.42%，公司债务仍以长期债务为主。截至2019年3月底，公司有息债务合计23.40亿元，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，公司营业收入增长但期间费用对利润侵蚀加剧，整体盈利能力仍弱。

2018年，公司营业收入主要来自于房屋出租和房屋出售收入，受房屋出售收入大幅增长带动，当年公司实现营业收入3.13亿元，同比增长31.63%。2018年，公司营业利润率为18.84%，与上年相比变化不大。2019年1~3月，公司实现营业收入4638.97万元，为2018年全年的14.84%；营业利润率为20.16%。

2018年，公司期间费用1.24亿元，同比增长57.08%，主要系财务费用增加所致；期间费用率（期间费用/营业收入*100%）由上年的33.19%上升至39.60%，加剧了对利润的侵蚀，公司费用管控能力有待加强。2019年1~3月，公司期间费用0.26亿元，期间费用率为55.65%。

2018年，公司利润总额扭亏为盈，当年实现利润总额554.63万元，主要受益于坏账收回及营业利润的增加，但利润规模较小，公司税后净利润仍为亏损状态。2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别由上年的-0.22%和-1.23%改善为0.73%和-0.38%，但盈利能力仍弱。

4. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动和投资活动现金流缺口仍由筹资活动来解决；公司收现质量好。

经营活动现金流方面，2018年，经营活动产生的现金流入量4.26亿元，同比增长55.48%，系房屋出售收入增加所致；经营活动现金流出量为4.95亿元，同比增长145.43%，主要系当年购置邻里中心—智汇佳苑房产支出所致。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额由正转负，为-0.69亿元。收入实现质量方面，2018年公司现金收入比为113.83%，较上年上升6.78个百分点，收现质量好。2019年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额-0.14亿元。

投资活动现金流方面，2018年，公司投资活动产生的现金流入3.47亿元，主要系收回宁波保税区（出口加工区）区域合作中心投资款1.85亿元及宁波保税区（出口加工区）土地储备中心的土地收储款1.32亿元；投资活动现金流出5.43亿元，其中公司购置投资性房地产、固定资产和在建工程支付的现金为4.35亿元，支付宁波保税区（出口加工区）区域合作中心投资款1.00亿元；公司投资活动持续净流出，为-1.96亿元，但流出规模较上年大幅缩减。2019年1~3月，公司投资活动产生的现金流量净额-0.60亿元。

筹资活动现金流方面，2018年，公司筹资活动产生的现金流入为4.90亿元，系取得借款收到的现金；筹资活动现金流出大幅增至4.29亿元，主要系当年归还往来款项2.20亿元所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为0.61亿元。2019年1~3月，公司筹资活动产生的现金流量净额为1.46亿元，其中取得借款收到的现金为1.15亿元。

5. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力较弱；考虑到公司持续获得股东的有力支持，整体偿债能力良好；公司间接融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，截至2018年底，公司流动比率和速动比率分别由上年底的132.55%、107.20%上升至333.75%、211.94%。2018年底，公司现金类资产4.88亿元，为同期短期债务的1.93倍。整体看，公司短期债务规模较小，现金类资产对其保障倍数较高，公司短期偿债能力较强。截至2019年3月底，公司流动比率和速动比率分别为450.02%和290.77%。

从长期偿债能力指标看，2018年公司

EBITDA 为 1.37 亿元，同比大幅增长 352.93%；同期，全部债务/EBITDA 为 15.86 倍，较上年的 59.26 倍大幅下降，公司长期偿债能力大幅提升但仍较弱。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 30.65 亿元，已使用额度 15.20 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保共计 1.50 亿元，被担保公司为保税区管委会直属及参股企业，截至目前经营状况良好，公司或有负债风险很低。

考虑到公司债务规模不大且持续获得股东的有力支持，公司整体偿债能力良好。

6. 母公司财务情况

2018年，母公司所有者权益结构稳定且占合并报表权益比重高；母公司债务负担不大；母公司利润亏损对合并报表利润无贡献。

截至2018年底，母公司资产总额57.20亿元，同比增加25.91%，主要系长期股权投资增加所致。其中非流动资产占85.84%，资产以非流动资产为主。截至2018年底，母公司资产总额占合并报表资产总额的82.48%。

截至2018年底，母公司所有者权益合计39.99亿元，同比增加29.21%，母公司所有者权益主要由实收资本和资本公积构成，权益结构稳定。截至2018年底，母公司所有者权益占合并报表所有者权益的88.22%，占比较高。

截至2018年底，母公司负债合计17.22亿元，同比增长18.92%，主要系一年内到期的非流动负债和长期借款增加所致；非流动负债占总负债的比重为82.93%，母公司负债以非流动负债为主。截至2018年底，母公司总负债占合并报表总负债的71.66%。截至2018年底，母公司资产负债率为30.10%，全部债务资本化比率为29.11%，母公司债务负担不大。

2018 年，母公司实现营业收入 1.12 亿元，同比大幅增加 0.73 亿元，占合并报表营业收入比重为 35.78%；母公司利润总额-281.72 万元。母公司利润对合并报表利润无贡献。

九、存续债券偿债能力分析

截至2019年3月底，公司无一年内到期的应付债券，存续债券无短期偿债压力；考虑到公司所获外部支持持续，公司存续债券偿债能力尚可。

截至2019年3月底，公司存续债券余额8.00亿元，无一年内到期的应付债券。2020~2022年，公司每年需偿付的存续债券本金分别为3.00亿元、4.00亿元和1.00亿元，系公司存续债券本金偿付集中期。2018年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为4.26亿元、-0.69亿元和1.37亿元；公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值的保障程度尚可，但经营活动现金净额和EBITDA对待偿债券本金峰值不能形成覆盖。

表9 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

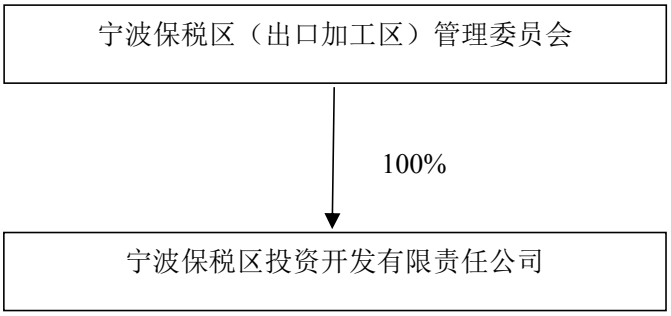
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	4.00
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.07
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.17
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.34

资料来源：联合资信整理

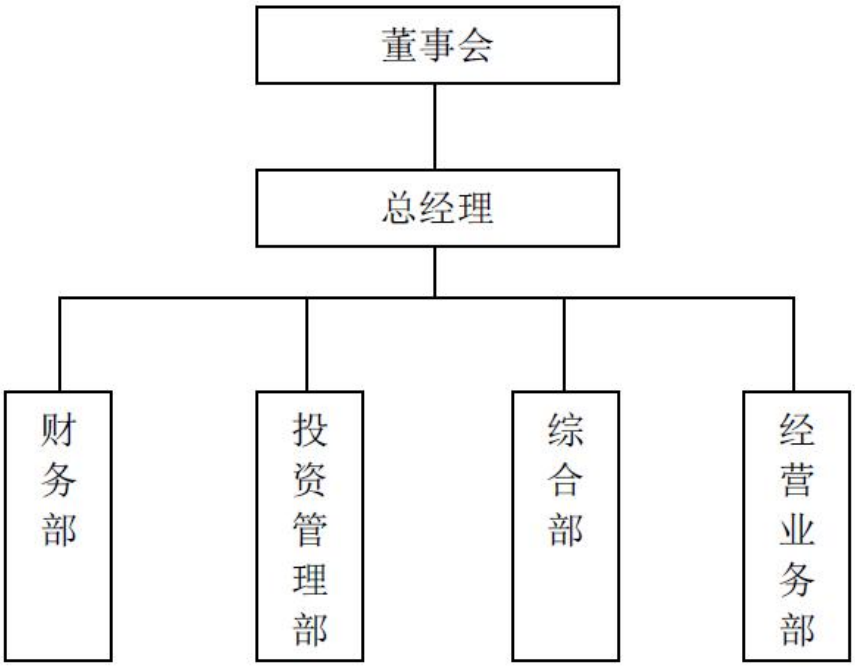
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“15甬保投MTN001”“16甬保投MTN001”和“19甬保投MTN001”信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　截至 2019 年 3 月底公司一级子公司情况

（单位：万元、%）

序号	公司名称	注册资本	持股比例	表决权比例	是否并表	子公司层级
1	宁波保税区科技促进中心有限公司	500.00	100	100	是	一级
2	宁波保税区商务服务有限责任公司	300.00	100	100	是	一级
3	宁波保税区机关餐饮管理服务有限公司	100.00	100	100	是	一级
4	宁波出口加工区建设开发有限公司	99450.00	100.00	100.00	是	一级
5	宁波出口加工区物流中心有限公司	9000.00	100.00	100.00	是	一级
6	宁波保税区物业管理有限公司	200.00	68.00	68.00	是	一级
7	宁波创业风险投资有限公司	10100.00	98.02	98.02	是	一级
8	宁波保税区人力资源开发服务有限公司	200.00	100.00	100.00	是	一级
9	宁波保税区投资促进中心有限公司	200.00	100.00	100.00	是	一级

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	8.34	6.91	4.88	5.60
资产总额(亿元)	55.44	65.84	69.35	70.29
所有者权益(亿元)	30.00	36.22	45.33	45.22
短期债务(亿元)	0.60	1.10	2.53	1.98
长期债务(亿元)	12.71	16.88	19.28	21.42
全部债务(亿元)	13.31	17.98	21.81	23.40
营业收入(亿元)	2.09	2.38	3.13	0.46
利润总额(亿元)	0.06	-0.64	0.06	-0.12
EBITDA(亿元)	0.99	0.30	1.37	--
经营性净现金流(亿元)	-0.16	0.72	-0.69	-0.14
财务指标				
销售债权周转次数(次)	30.16	35.86	38.16	--
存货周转次数(次)	0.20	0.32	0.50	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.04	0.05	--
现金收入比(%)	86.53	107.05	113.83	116.98
应收类款项/资产总额(%)	6.12	9.91	6.87	6.46
营业利润率(%)	6.76	16.93	18.84	20.16
总资本收益率(%)	0.25	-0.22	0.73	--
净资产收益率(%)	0.36	-1.23	-0.38	--
长期债务资本化比率(%)	29.77	31.79	29.84	32.15
全部债务资本化比率(%)	30.74	33.18	32.48	34.10
资产负债率(%)	45.88	44.98	34.65	35.66
流动比率(%)	149.25	132.55	333.75	450.02
速动比率(%)	93.52	107.20	211.94	290.77
经营现金流动负债比(%)	-1.30	5.70	-14.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.44	59.26	15.86	--

注：2019 年第一季度财务数据未经审计

附件 4　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 5-1　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 5-2　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

附件 5-3　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