

主体评级报告：

宁波市鄞城集团有限责任公司

主体信用等级*：AAA_{spc}；展望：稳定

评定日期：2025年11月20日

到期日期：2026年11月19日

项目负责人：

黄臻 010-65166032；Zhen.huang@spgchinaratings.cn

项目组成员：

焦迪 010-65166039；Di.jiao@spgchinaratings.cn

李佳蓉 010-65166036；Jiarong.li@spgchinaratings.cn

目录

信用等级概况.....	2
声明	4
一、宏观经济与行业环境	5
二、评级基准.....	5
三、个体信用状况	11
四、主体信用等级	13
附录	14

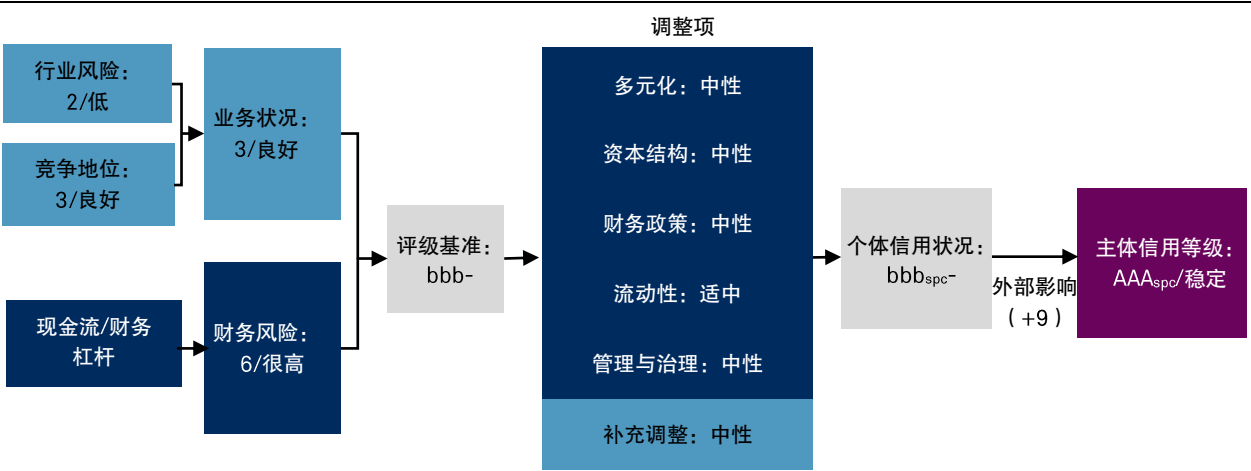
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

标普信用评级（中国）有限公司（标普信评）的评级（以“spc”后缀标识）是根据与标普全球评级等级体系不同的评级等级体系所授予。标普信评所授予的评级不可与标普全球评级等级体系下授予的评级视为同等，或不实地表述为标普全球评级等级体系下授予的评级。

上述“到期日期”表示本报告有效期截止的日期。本报告中的信用等级自报告载明的评定日期起生效，有效期至报告载明的到期日期。

信用等级概况

公司名称	所属行业	等级类型	当前等级	评定日期	展望/观察
宁波市鄞城集团有限责任公司	交通基础设施	主体信用等级	AAA _{spc}	2025 年 11 月 20 日	稳定



本次评级概况

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）评定宁波市鄞城集团有限责任公司（以下简称“鄞城集团”或“公司”）主体信用等级 AAA_{spc}，评级展望为稳定。公司业务开展所在区域宁波市和鄞州区经济财政实力强，为其业务发展提供了良好的运营环境。公司是鄞州区重要的城市基础设施建设和国有资产经营管理主体，其在主城区市政基建领域垄断地位较高，业务定位较为清晰，但部分建设项目的结算、回款进度较慢，主营业务盈利性偏弱，依赖政府补助。公司财务杠杆水平很高，EBITDA 对利息覆盖能力弱，但资本市场认可度较高，与金融机构关系良好，融资成本较低。公司在股权结构和管理机制方面与鄞州区政府的紧密度高，在城市发展、区域民生保障与服务等方面具有重要作用，能够获得宁波市“高”的外部支持。

主要优势与风险

优势	风险
宁波市经济财政实力强，债务负担可控，能够为公司业务发展提供良好的外部环境和有力支持。	公司主营业务盈利性偏弱，投资支出需求驱动债务规模增长，财务杠杆很高，EBITDA 利息覆盖水平较弱，依赖政府补助和再融资等。
鄞州区是宁波市核心城区，经济财政实力处于全国区县前列水平。 公司在鄞州区基础设施建设和国有资产运营方面发挥重要作用，职能定位明确。	
公司的融资渠道畅通，再融资能力较强。	

评级展望

鄞城集团的评级展望为稳定。我们认为，稳定的展望反映了公司将继续在宁波市鄞州区基础设施建设和国有资产运营领域发挥重要作用，宁波市政府对其外部支持“高”。我们预计，得益于宁波市和鄞州区良好的发展潜力、较强的经济财政实力，公司有望继续享受良好的外部运营环境和再融资环境；公司仍将继续承担区内市政、土地整理、保障房等基础设施的建设任务，保安服务、租赁、物业管理等国有资产运营和城市综合服务业务稳定发展，但持续的项目投资支出仍将使其财务杠杆水平维持高位。

上调情形：不适用。

下调情形：若出现下列情形，标普信评有可能考虑下调鄞城集团的主体信用等级：1、宁波市政府对公司的支持程度下降，这可能表现为：1）公司的职能定位明显下降，这或表现为公司基础设施建设等职能和业务范围明显弱化、鄞州区内有其他较强的竞争对手等；2）公司资产被大规模划出；3）公司股权结构发生变化，导致公司与政府的关联程度显著降低；2、宁波市政府的支持能力下降。

标普信评对鄞城集团的最近一次评级结果

主体信用等级	展望/观察	评定日期	到期日期
AAAspc	稳定	2024 年 11 月 21 日	本报告出具日

相关评级方法、模型及研究

评级方法：

- 标普信用评级（中国）-工商企业评级方法论，2025 年 5 月 14 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-交通基础设施行业，2023 年 12 月 22 日。
- 标普信用评级（中国）-评级调整因子及偿付顺序的通用考量因素，2019 年 5 月 21 日。

相关研究：无。

相关模型：无。

声 明

本次评级为评级对象付费委托进行的评级。除因本次评级事项使评级机构与评级对象构成委托关系外，标普信评及其分析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。

本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，标普信评对评级信息进行审慎分析，但标普信评对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

标普信评及其分析人员履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是标普信评依据其评级方法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。

本信用评级报告对评级对象信用状况的表述和判断仅用于相关决策参考，并非某种决策的结论和建议。

跟踪评级安排

标普信用评级（中国）有限公司（“标普信评”）将对受评主体的信用状况进行定期跟踪（如适用）和持续监测。如果发生任何可能影响受评主体信用质量的重大事件，标普信评将开展不定期跟踪，评估是否有必要对相关信用等级进行调整。

高级管理人员

李丹

北京

Dan.li@spgchinaratings.cn

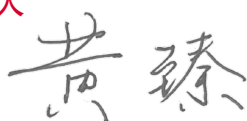


项目负责人

黄臻

北京

Zhen.huang@spgchinaratings.cn



项目组成员

焦迪

北京

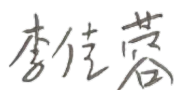
Di.jiao@spgchinaratings.cn



李佳蓉

北京

Jiarong.li@spgchinaratings.cn



一、宏观经济与行业环境

我们预计 2025 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓。我们认为，政府持续出台的多项货币政策和财政政策，将对全国房地产市场、地方政府债务化解以及经济增长发挥一定的促进作用。但全球需求增长的放缓、美国新一届政府政策的不确定性，将加大中国经济面临的风险。特别是出口总额将受到美国提高关税的打击，进而影响到投资、消费等方面。

我们认为，受益于大规模债务置换及专项债用途扩容，城投企业的流动性压力将有所缓解，2025 年下半年出现重大信用风险事件的可能性较低。2024 年 11 月，中央政府推出“十万亿”隐性债务置换政策；同年 12 月，国务院办公厅出台《关于优化完善地方政府专项债券管理机制的意见》，扩大专项债券用作项目资本金范围；2025 年 3 月，自然资源部、财政部联合发布《关于做好运用地方政府专项债券支持土地储备有关工作的通知》，明确专项债用于土地回储的具体要求。这一系列政策的实施，有助于降低城投企业债务负担，缓解资金压力，盘活存量资产，推动城投利差持续下行。然而，2025 年下半年城投融资政策仍将延续偏紧态势。2025 年 3 月，交易所发布的新版债券审核指引体现了监管趋严的立场，这将进一步倒逼城投市场化转型。受此影响，城投债券融资已连续多月呈现净流出状态，预计这一趋势仍将持续。基本面方面，地方财政压力未明显缓解。2025 年 1-8 月地方政府性基金收入同比下滑 1.4%，而支出仍保持增长，收支矛盾持续制约城投可获支持。随着城镇化进程放缓及城投同质化问题凸显，地方政府通过整合注销方式精简城投数量的可能性正在上升。2024 年城建类企业注销数量已同比增长 22%，预计这一趋势将延续。长期来看，城投市场化转型已是大势所趋。

宁波市的经济实力强劲，人民富裕程度高。宁波市是我国首批对外开放城市、计划单列市和副省级城市。2024 年，宁波市实现地区生产总值 18,148 亿元，同比增长 5.4%，经济总量位居浙江省第二。按常住人口计算，2024 年全市人均地区生产总值 18.6 万元，远高于全国人均国内生产总值 9.6 万元。宁波市工业基础雄厚，第三产业发展迅速，国家级制造业单项冠军企业数量连续多年保持全国第一。2024 年，宁波市三次产业结构为 2.5:43.4:54.1。宁波市“十四五规划”重点发展新材料、高端装备、电子信息、生物医药、新能源汽车、节能环保等产业，前瞻性布局工业互联网、第三代半导体、先进功能装备、空天信息、先进前沿材料、氢能、区块链等未来产业。宁波市是我国东南沿海重要的港口城市，2024 年宁波舟山港年货物吞吐量位居全球第一，集装箱吞吐量为全球第三。我们预计，宁波市的经济基本面有望保持稳定，地区生产总值和人均地区生产总值将处于全国较强水平。

宁波市的财政实力极强，税收贡献和财政自给程度高，债务压力可控。2024 年，宁波市实现一般公共预算收入 1,790 亿元，同比增长 5.1%，其中税收收入占比较高，超过 80%。同期，宁波市一般公共预算支出 2,230 亿元，财政平衡情况优秀。宁波市的债务率在全国城市中处于中等水平，2024 年全市地方政府债务余额 3,997 亿元。此外，宁波作为东南沿海重要的港口城市、长江三角洲南翼经济中心，具备较强的人口吸引力，多年来维持人口净流入，2024 年末常住人口 978 万人。我们认为，宁波市优秀的经济基本面能够提供扎实的税收等财政基础，支撑其对当地国企极强的支持能力。

鄞州区是宁波市核心城区，市政府所在地，经济财政实力处于全国区县前列水平。鄞州区原为鄞县，在 2002 年撤县设区，2016 年区划调整后，原鄞州区的奉化江以东区域与原江东区合并，成立为新的鄞州区。2024 年，鄞州区实现地区生产总值 3,113 亿元，同比增长 5.0%，经济总量在全国区县中处于领先水平，在浙江省内仅次于余杭区；按常住人口计算，全区人均地区生产总值 18.3 万元。鄞州区三次产业增加值结构为 1.1:27.1:71.8，其中服务业增加值 2,235 亿元，同比增长 4.4%。服务业在鄞州区经济结构中发挥重要贡献作用，区内金融、商贸、航运、会展服务等第三产业发达，同时拥有汽车零部件、金属材料、高端装备、家用电器、建筑业等优势产业，国家级单项冠军企业数量在全省区县中排名第一。2024 年，鄞州区一般公共预算收入 303 亿元，一般公共预算支出 219 亿元，一般公共预算能够实现盈余，财政平衡状况在全国区县中处于领先水平，区域债务率低。

二、评级基准

公司概况

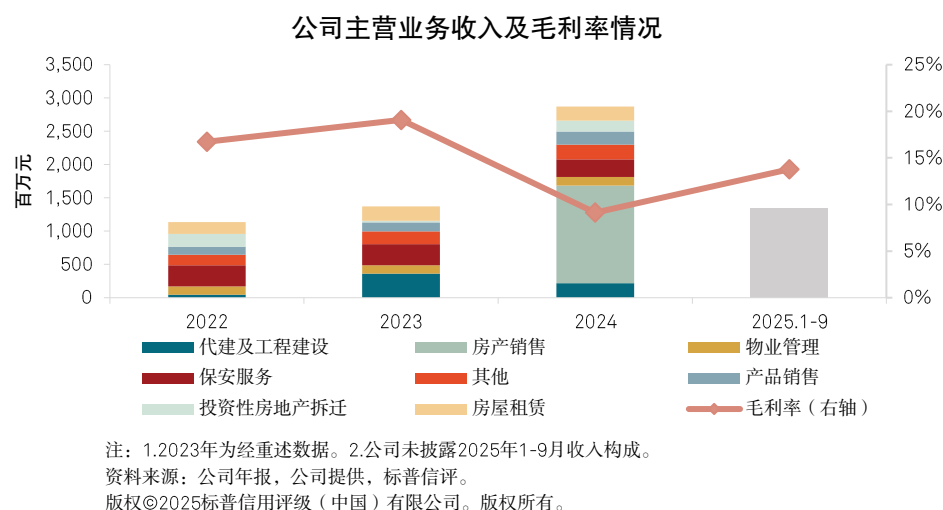
宁波市鄞城集团有限责任公司（以下简称“鄞城集团”或“公司”）成立于 2003 年，目前注册资本 283,798 万元，控股股东和实际控制人为宁波市鄞州区国有资产管理中心（以下简称“鄞州区国资中心”），持股比例 97.3%。公司建立了包括董事会、监事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构较为完善。2024 年 12

月，公司公告原总经理调任区内其他国有企业，总经理职务目前为空缺，尚待政府任命。公司目前生产经营稳定，我们认为上述缺位事项对其信用质量暂不构成重大影响。

公司是宁波市鄞州区重要的城市基础设施建设和国有资产经营管理主体，主要负责鄞州区城市基础设施建设和运营、土地整理开发及安置房、保障房建设等工作，同时开展物业管理、保安服务、产品销售（主要为配镜）、房屋租赁等业务。2024 年由于公司建设的安置房实现销售，房地产业务收入大幅增长，但由于该业务毛利率为负从而导致公司当年综合毛利率大幅回落；保安服务、房屋租赁、物业管理等业务收入相对稳定，而代建及工程建设业务由于结算周期的不确定性收入规模近年来波动较大。

截至 2024 年末，公司总资产 439 亿元，净资产（含少数股东权益）150 亿元，全年实现营业收入 28.5 亿元；截至 2025 年 9 月末，公司总资产 452 亿元，净资产（含少数股东权益）152 亿元，2025 年 1-9 月实现营业收入 13.4 亿元。

图1



其他关注事项

2025 年 11 月 10 日，鄞州区国资中心披露称鄞州区正在筹备新一轮国企改革，计划实施“3+6+2”区属国企新架构，拟设立 3 家国有资本投资运营公司，并将现有 8 家国企按照功能定位整合进 3 家资本投资运营公司。“3”指组建宁波甬鄞产投控股集团有限公司、宁波甬鄞建投控股集团有限公司（以下简称“甬鄞建投”）和宁波甬鄞开投控股集团有限公司 3 家国有资本投资运营公司，“6”指调整优化鄞工集团、鄞城集团、鄞开集团、鄞通集团、鄞金控股和鄞响集团¹6 家专业化产业集团，“2”指做强湾区集团²和钱湖控股 2 家功能区块保障企业。鄞城集团计划将被甬鄞建投整合，业务定位为开展城市运营服务，发展教育养老产业、承接政府公建服务、参与城乡片区开发、房地产开发建设等业务，实际控制人保持不变。

据与公司了解，上述事项正处于筹备阶段，公司现有职能定位和业务范围未发生变化，我们将对上述事项进展及对公司的影响保持关注。

业务状况

标普信评认为，鄞城集团的业务状况“良好”。公司业务开展所在区域宁波市和鄞州区经济财政实力强，为其业务发展提供了良好的运营环境。公司是鄞州区重要的城市基础设施建设和国有资产经营管理主体，其在本城区市政基建领域壑

¹ 鄞工集团指宁波市鄞工集团有限责任公司，鄞开集团指宁波市鄞开投资集团有限责任公司，鄞通集团指宁波市鄞通集团有限责任公司，鄞金控股指宁波市鄞州区金融控股有限公司，鄞响集团指宁波市鄞响文化传媒集团有限公司。

² 湾区集团指宁波湾区开发集团有限责任公司。

断地位较高，业务定位较为清晰，但部分建设项目的结算、回款进度较慢，房地产项目面临一定的去化压力，主营业务整体盈利性偏弱，依赖政府补助。

我们认为，宁波市和鄞州区的发展潜力较好，经济财政实力在全国地级市、区县中均处于领先水平，为公司业务开展提供了良好的外部环境。宁波市是计划单列市、副省级城市，作为我国首批对外开放城市之一，工业经济发达、地理位置优越，人均地区生产总值远高于全国平均水平，税收基础较强，一般公共预算收支平衡情况在全国城市中也处于领先地位。“十四五”期间，宁波市加快实施城市更新、文教体卫设施、社会福利领域等一批重大项目，其中城市更新方面聚焦未来社区、保障性住房、市政设施建设，城市基础设施建设需求较大。鄞州区是宁波市核心城区、市政府所在地，区位优势显著，服务业发达，同时也拥有汽车零部件、金属材料、高端装备、家用电器、建筑业等优势产业，经济财政实力处于全国区县的领先水平。鄞州区“十四五”规划和“2035 远景目标”为推进建设高能级都市核心区，重点构建“一核四城六空间”城市空间格局，预计未来仍将维持一定规模的城市基建、更新及运营服务需求，为公司提供了良好的业务开展条件。

鄞城集团是鄞州区重要的城市基础设施建设主体，在主城区市政基建领域垄断地位较高，职能定位较为清晰。公司基础设施建设业务类型主要包括代建管理服务和自建，由公司本部及子公司宁波市鄞州区南部新城建设管理有限公司（以下简称“南部建设”）、宁波市鄞州区新城房地产有限公司（以下简称“新城房产”）等负责运营。公司基建业务重点覆盖鄞州区宁波绕城高速以内（即以鄞州区主城区范围为主），同时也在主城区范围以外的姜山、五乡镇等区域从事土地整理、房产开发等片区开发业务，与区内其他国有企业具有较明确的职责分工。

表1

鄞州区主要基础设施国企概况			
企业名称	控股股东	2024 年末总资产 (亿元)	职能定位
鄞城集团	鄞州区国资中心	439	鄞州区城市建设和城市基础设施的投资和运营，国有资产经营管理
鄞开集团	鄞州区国资中心	733	鄞州区城中村改造、旧城改造、安置房建设、配套基础设施的项目实施工作等
鄞通集团	鄞州区国资中心	201	城市交通和物流领域的投资和管理
湾区集团	鄞州区国资中心	200	大嵩新区范围内的基础设施建设及围海造地业务，以及下应街道范围内的基础设施及安置房建设业务
东钱湖投资	东钱湖度假区管委会	147	东钱湖旅游度假区管委会范围内的城市基础设施建设投资、融资、建设、运营和管理

注：东钱湖投资指宁波东钱湖投资集团有限公司。

资料来源：iFinD，公司提供，标普信评。

我们认为，公司在建项目数量较多，业务可持续性良好，但同时也面临较大的资金投入需求，已投资项目回款滞后，对资金形成占用。代建业务方面，公司主要负责政府部署和社会服务项目的流程管理，按照项目总投资金额收取一定比例的代建费，不承担项目投融资职能。截至 2025 年 6 月末，公司管理的代建类项目数量 91 个，总投资金额 128.8 亿元，代建项目类型包括道路、园区、城中村改造、河道整治、医院、学校等。自建项目方面，公司部分项目有专项债支持，但主要仍需公司自筹并垫付项目建设资金，较大规模的待投项目使公司面临较大的资金支出压力。截至 2025 年 6 月末，公司在建主要的工程建设项目（不含代建）总投资金额超过 190 亿元，尚待投资规模较大。公司代建和自建项目数量较多，预计能够有力支撑公司未来的业务开展。然而，自建项目的结算及回款进度不确定性较大，整体的回款进度较为缓慢，对公司的资金形成明显占用。截至 2025 年 9 月末，公司的总资产规模 452 亿元，其中存货和其他非流动资产³账面价值分别为 109 亿元和 143 亿元，合计占比超过 55%，资产流动性较弱。

³ 主要系公司 2018 年以前通过政府购买形式开展的项目调整至其他非流动资产科目列报。

表2

公司主要在建工程建设自营项目（截至 2025 年 6 月末，单位：万元）			
项目名称	建设期间	总投资额	已投资额
姜山未来社区项目	2021-2024	870,000	226,570
五乡镇龙汇未来社区	2022-2025	233,006	50,014
汽车东站区块	暂未确定	暂未确定	120,324
鄞县大道（同德路-镇岚路）改造提升	2016-2022	199,895	100,388
庆元大道（天童南路-鄞州大道）	2020-2024	35,638	27,555
金峨路（小江湖路-庆元大道）	2020-2024	26,403	18,924
句章东路（茶桃路）（学士路-庆元大道）	2020-2023	12,094	9,898
奉化江东岸（杭甬高速-鄞州大道）滨江景观带工程	2019-2024	45,357	6,298
鄞县大道（梅湖至宝瞻公路段）改建工程	2022-2024	45,550	8,792
鄞县大道（梅湖至宝瞻公路段）综合改造工程	2021-2022	10,358	5,712
全域国土空间整治东吴示范区平塘村产业园及基础设施建设项目	2022-2026	138,051	10,987
宁波市第六医院扩建工程红线外城市规划道路及公共绿地地下空间	2022-2025	36,049	4,338
天童南路（绕城高速-环镇路）改造提升工程	2021-2023	18,610	11,165
它山堰路南延（鄞州大道-庆元大道）工程	暂未确定	15,560	11,568
宁波市 220KV 潘桥变迁建工程	2019-2023	65,474	69,747
宋诏桥卫生院提升项目	2022-2024	10,747	7,932
和顺社区提升改造工程	2022-2025	63,837	6,547
三江六岸宁波财富中心段绿化景观工程	2021-2022	7,028	5,869
王家弄安置小区二期	2024-2027	73,800	13,173
合计		1,907,457	715,801

资料来源：公司提供，标普信评整理。

公司的房地产项目主要为安置房、保障房和商品房，目前在开发项目区域围绕姜山未来社区，在区域民生保障、改善居住生态环境等方面发挥重要作用，但项目去化面临一定的压力，未来公司计划继续参与其他在投片区的二级开发。安置房方面，公司负责相关房产的建设开发，竣工交付后由指定回购对象按议定价格进行统一回购，不面临销售压力。2024 年，洋江水岸（下应地块）、姜山未来社区 17 地块安置房项目进入销售回购期，带动公司当年房产销售板块收入大幅增长。然而，公司对于安置房出售价格无决定权，受到区域房价下行压力和成本核算等因素影响，安置房项目整体呈现亏损状态。保障房方面，公司在建项目主要为姜山 9 号地块保障性租赁住房，未来拟通过出租实现资金平衡。商品房方面，公司主要在建项目为姜山核心 4 号地块，已进入预售阶段。我们认为，公司在开发的房产项目区位条件在宁波市相对一般，近年周边房价呈下降趋势，整体或面临去化周期压力，项目销售和回款进展有待关注。公司未来房地产业务的发展更多聚焦于既有重点片区，以民生保障类项目的二级开发与配套建设为核心，并适度参与市场化商品住宅等项目。

表3

公司主要已完工和在建房地产开发项目（截至 2025 年 6 月末，单位：万元、万平方米）					
项目名称	项目类型	建筑面积	建设周期	总投资额	已投资额
已完工项目					
南部商务区三期 B 块地下室	商品房（地下停车位）	8.2	2016-2023	59,000	42,601
下应洋江水岸 B 安置地块	安置房	15.6	2022-2024	124,787	103,640
姜山未来社区 17 地块	安置房	23.6	2022-2024	136,821	112,941
小计				320,608	259,182

在建项目

姜山未来社区 18 地块	安置房	17.7	2022-2025	65,838	57,373
姜山镇核心 4 号地块	商品房	18.9	2023-2026	277,829	221,908
姜山未来社区 9 号地块	保障房	5.5	2022-2025	83,874	22,327
小计				427,541	301,608

资料来源：公司提供，标普信评整理。

公司也是鄞州区重要的国有资产经营管理主体，运营了区属大量经营类资产，为其提供了较为多元的收入来源，同时部分业务的稳定性较为良好。除从事基础设施建设和房产销售业务外，公司还开展物业管理、保安服务、产品销售（主要为配镜）、房屋租赁和投资性房地产拆迁等经营性业务，并新增拓展文体、教培等产业，参与当地体育场馆改造和赛事运营等，进一步丰富收入来源。依托国有企业身份，公司在区内开展经营性业务具有一定的便利性，虽然该类业务集中于鄞州区，但作为宁波的核心城区，鄞州区外部商业环境良好，公司运营资产和项目数量较多，客户群体较为广泛。整体来看，公司多个经营性板块的收入稳定性较好，但由于承担政策性职能，除产品销售、房屋租赁和投资性房地产拆迁业务的毛利率表现较好外，其他主营业务板块的盈利能力普遍较弱，而投资性房地产拆迁收入具有偶发性，公司盈利水平对于政府补助的依赖程度高。

财务风险

核心假设：

- 房地产项目进入销售期将能够继续支撑公司的收入规模，2025-2026年公司每年营业收入预计在20-25亿元。
- 2025-2026年，公司每年房地产、工程建设、土地整理等项目投资以及资本开支规模在30亿元左右。
- 2025-2026年，公司每年收到政府补助1-2亿元，专项债和政府回款等5-9亿元。

标普信评认为，鄞城集团的财务风险“很高”，这反映了公司财务杠杆水平很高，EBITDA 对利息覆盖能力弱。我们预计，公司在基础设施建设、房地产开发等领域的投资支出将保持较高水平，驱动其债务规模进一步上升，而部分项目的回款进度滞后性较强，未来 1-2 年公司的财务杠杆将维持“很高”水平，EBITDA 对利息覆盖程度仍然不足，依赖政府补助和再融资等。然而，公司的资本市场认可度较高，与金融机构关系良好，融资成本较低，预计可实现债务滚续和新增融资。

我们预计，2025-2026 年公司房地产业务仍将对营业收入形成支撑，EBITDA 规模相对稳定。目前，公司旗下洋江水岸、姜山未来社区等项目已处于或即将进入销售阶段，预计在 2025-2026 年间，房产销售板块将继续构成营业收入的重要组成部分，从而支撑整体收入规模。凭借在鄞州区积累的良好业务口碑和较为稳定的客户资源，我们预计公司在物业管理、保安服务及租赁等业务方面的收入将保持相对平稳，而代建及工程建设业务收入则因结算进度存在不确定性仍将呈现较大波动。我们预计，由于承担政策性职能，公司部分主营业务板块的盈利性仍然有限，但在政府补助的支持下，其整体 EBITDA 有望保持平稳。

我们预计，房地产开发和基建、土地整理等项目较大的资金投资需求将驱动公司债务规模进一步上升。公司基建项目回款进度滞后性较强，土地整理项目回款受城市规划、土地出让进度等因素影响，不确定性较明显，经营活动和投资活动的资金缺口依赖外部融资平衡，财务杠杆水平很高。2022-2024 年，公司经营活动和投资活动现金流量净额之和分别为-24.9 亿元、-19.5 亿元和-14.4 亿元。作为鄞州区重要的基础设施建设主体，公司承担了较大规模的基础设施建设、土地开发整理和房产开发等建设任务，资金支出需求较大。我们预计，2025-2026 年公司每年项目投资和资本开支规模将处于 30 亿元左右，重点投向姜山未来社区等在建项目。公司主营业务盈利能力偏弱，前期基建等项目投入回款进度较为缓慢，预计这将推动公司寻求更多债务融资，其财务杠杆水平仍将维持高位。

我们认为，公司融资渠道通畅且多样，银企关系良好，再融资能力较强。宁波市和鄞州区经济财政实力优越，区域融资环境良好。公司的融资方式包括银行贷款、债券融资、非标融资等，部分项目也有政府专项债支持，渠道较为多元。公司与金融机构保持着稳定良好的合作关系，截至 2025 年 9 月末，公司未使用银行授信超过 100 亿元。公司在资本市场享有较高的认可度，我们认为目前的融资环境有利于公司降低债务融资成本、拉长融资期限。

表4

公司调整后主要财务数据及指标（单位：百万元）					
	2022A	2023A	2024A	2025E	2026F
营业收入	1,136	1,372	2,852	2025-2026 年，公司每年营业收入预计在 20-25 亿元。 2025-2026 年，公司每年房地产、工程建设、土地整理等项目投资以及资本开支规模在 30 亿元左右。	
EBITDA	316	238	235		
利息支出	813	849	885		
资本开支	764	786	363		
经调整总债务	22,739	21,848	23,567		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	71.9	91.7	100.2	>70	>70
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.4	0.3	0.3	<0.7	<0.7

注：以上数据为标普信评调整后数据。A 表示实际值，E 表示估计值，F 表示预测值。

资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表5

公司财务数据调整-截至 2024 年 12 月 31 日（单位：百万元）				
	总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
报告值	22,422	15,026	95	93
标普信评调整				
收到的联营合营企业股利	-	-	2	-
盈余现金	-650	-	-	-
资本化利息	-	-	-	729
其他权益工具股息或利息	-	-	-	63
其他权益工具	300	-300	-	-
对外担保和诉讼	1,495	-	-	-
其他调整（其他收益）	-	-	138	-
调整总额	1,145	-300	140	792
标普信评调整值				
	经调整总债务	所有者权益	EBITDA	利息支出
调整后	23,567	14,726	235	885

注：总债务=短期债务+长期债务。

资料来源：公司审计报告，公司提供资料，标普信评整理和调整。

同业比较

我们选择了宁波市北仑区经济建设投资有限公司（简称“北仑经投”）、杭州高新国有控股集团有限公司（简称“杭州高新”）作为鄞城集团的对比企业。上述企业均为各城市相应区内的主要建设主体，公司与对比企业在区域实力、平台定位、业务范围等方面相似，可比性较强。

表6

同业情况（2024 年）			
	鄞城集团	北仑经投	杭州高新
运营区域	宁波市鄞州区	宁波市北仑区	杭州市滨江区
区域 GDP	3,113	3,035	2,888
一般公共预算收入	303	404	262
主营业务结构	基础设施建设、土地开发整理、房产销售、保安服务、物业管理、租赁、产品销售等	基础设施建设、物业租赁等	基础设施建设、出租、不动产销售、物业管理、酒店运营、人力资源、保安服务等
年末资产总额	439	215	972
营业收入	28.5	5.6	27.7
营业利润	1.2	0.8	3.6

资料来源：iFinD，标普信评。

三、个体信用状况

标普信评认为，鄞城集团的个体信用状况为 bbb_{spc}-，主要反映了公司具有“良好”的业务状况和“很高”的财务风险。宁波市和鄞州区区域经济财政实力强，公司是当地重要的基础设施建设和资产经营主体，在区内业务开展职能定位较明确，区域整体融资环境较好。但公司主营业务盈利性不强，项目建设等投入持续推动公司债务上升，财务杠杆处于很高水平，且 EBITDA 对利息覆盖程度不足。

流动性状况

标普信评认为，公司的流动性水平适中，未来 12 个月流动性来源对流动性需求的覆盖能够超过 1.2 倍。未来 12 个月，公司主要的资金用途是债务还本付息、项目投资等；主要的资金来源是融资及再融资和在手货币资金。

表7

主要流动性来源	主要流动性用途
货币资金 17.4 亿元	债务到期规模 94-95 亿元
公司到期债券预计可滚续，且部分已使用授信可循环使用	营运现金流、营运资本、资本开支等流出 20-25 亿元
未使用金融机构授信额度 118 亿元	

注：数据截至 2025 年 9 月末。

数据来源：公司提供，标普信评整理和调整。

表8

债务本金到期分布（单位：百万元）	
年份	金额
2025	2,445
2026	7,553
2027	5,507
2028	4,937
2029 及以后	3,905
合计	24,347

注：1、截至 2025 年 9 月末；2、2025 年到期金额时间点为 2025 年 10 月-12 月。

资料来源：公司提供，标普信评整理。

或有事项

对外担保方面，近年来公司担保余额逐年下降，2025 年 9 月末担保余额 7.6 亿元，占净资产比重 5.1%（不含永续债）。公司被担保对象主要是区内其他国有企业，考虑到鄞州区整体融资环境良好，我们认为或有风险和集中度风险可控。

表9

担保单位	被担保单位名称	担保授信金额（万元）	实际对外担保金额（万元）	担保起止日期
鄞城集团	宁波市鄞州区交通投资有限公司	6,118	5,818	2021.10.27-2025.12.22
		44,700	44,250	2020.11.6-2025.12.30
	宁波市鄞开集团有限责任公司	50,000	22,500	2020.1.2-2028.1.2
	宁波市鄞通集团有限责任公司	3,800	3,800	2022.9.9-2042.6.8
合计		104,618	76,368	

数据来源：公司提供，标普信评。

截至 2025 年 9 月末，公司不存在作为被告且涉诉标的金额超过 5,000 万元以上的重大诉讼或仲裁情况。

过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2025 年 10 月 23 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。公司已结清贷款中有 19 个关注类账户，原因是公司为鄞州区重要基建开发主体，部分银行考虑到平台企业管控需求将其部分账户归类为关注类账户，但不涉及贷款本息逾期情形。根据公开资料显示，截至本报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

四、主体信用等级

标普信评认为，宁波市的经济财政实力极强，债务负担可控，支持能力极强。宁波市政府对鄞城集团的外部支持为“高”，主要体现在以下方面：

- 公司在股权结构和管理机制方面与鄞州区政府的紧密度高。鄞州区国资中心直接持有公司 97.3%的股份，在管理层任命、战略规划制定和日常运营管理监督等方面能够对公司施加重大影响。我们认为，在可预见的未来，鄞州区政府将保持其对公司的控股地位和控制力度。
- 鄞州区是宁波市核心城区、市政府所在地，区内产业基础好，经济财政实力在全国区县中处于领先水平。2024 年，鄞州区实现地区生产总值 3,113 亿元，全市占比 17.2%，在宁波各区县中排名首位，是宁波市经济发展重要的引擎之一。鄞州区对区属国企建立有监测和管理机制，区域债务负担较轻，再融资环境良好。我们认为，鄞州区的地区金融风险管理是宁波市整体债务风险管理的重要组成部分，若公司出现负面舆情将对鄞州区以及宁波市的融资环境造成极大不利影响。
- 公司定位为城市综合运营服务商，在区内承担重要的城市基础设施建设和国有资产运营职能。公司在鄞州区主要国有企业中成立时间最早，长期承担城市基础设施建设任务，同时也承担了较多政策性房产租赁和物业管理等工作，业务具有公益属性，在城市发展、区域民生保障与服务等方面发挥重要作用。公司持续得到政府在增资、资产注入和财政补贴等方面的有力支持。2023-2024 年，公司分别获得其他收益 1.6 亿元和 1.4 亿元，吸收投资收到的现金分别为 7.3 亿元和 2.1 亿元，期间也获得股权、资产等注入。

综合以上，标普信评评定鄞城集团主体信用等级为 AAA_{spc}。

附录

附录1： 主要财务数据及指标

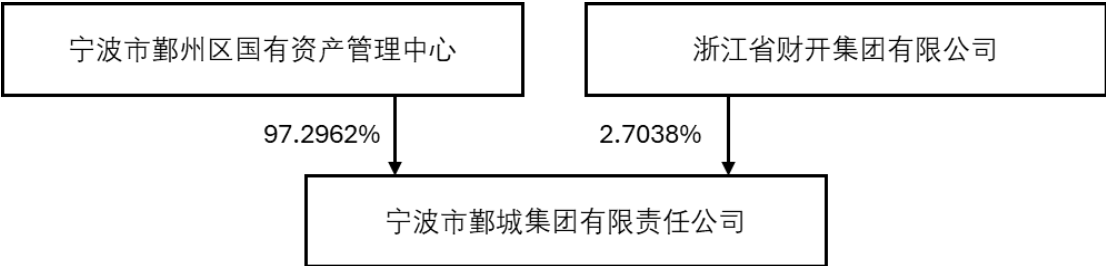
评级对象主要财务数据及指标（单位：百万元）				
	2022	2023	2024	2025.1-9
货币资金	1,980	1,886	1,296	1,735
其他应收款	1,533	1,404	1,620	1,116
存货	7,293	9,682	10,255	10,889
投资性房地产	4,592	9,323	9,428	9,859
固定资产	607	738	772	756
其他非流动金融资产	3,725	3,366	3,413	3,415
资产总计	33,169	41,513	43,878	45,233
短期借款	2,251	2,850	4,875	6,830
一年内到期的非流动负债	2,339	3,970	3,731	2,399
长期借款	5,608	5,650	6,703	7,484
应付债券	6,393	5,500	5,339	5,322
负债合计	22,091	25,795	28,852	30,074
其他权益工具	1,000	1,300	300	300
所有者权益合计	11,078	15,718	15,026	15,159
营业总收入	1,136	1,372	2,852	1,343
营业成本	946	1,110	2,591	1,158
销售费用	73	73	60	49
管理费用	160	162	179	143
财务费用	18	11	81	29
其他收益	119	162	138	8
利润总额	84	64	120	0
净利润	115	24	60	-7
经营活动现金流入小计	4,364	1,638	3,052	1,748
经营活动现金流出小计	6,186	3,447	4,198	1,604
经营活动产生的现金流量净额	-1,823	-1,808	-1,146	144
投资活动现金流入小计	418	781	166	525
投资活动现金流出小计	1,082	923	464	1,392
投资活动产生的现金流量净额	-664	-142	-297	-867
筹资活动现金流入小计	9,646	9,193	12,219	11,207
筹资活动现金流出小计	8,623	7,334	11,367	10,043
筹资活动产生的现金流量净额	1,023	1,859	852	1,164
调整后财务数据及指标				
	2022	2023	2024	2025.1-9
营业收入	1,136	1,372	2,852	1,343
EBITDA	316	238	235	--
经调整总债务	22,739	21,848	23,567	--

EBITDA 利润率（%）	27.8	17.4	8.2	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	71.9	91.7	100.2	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.4	0.3	0.3	--

注：1、上表中财务数据基于公司披露的浙江德威会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022-2024 年审计报告以及未经审计的 2025 年 1-9 月财务报表；2、2023 年数据经过重述。公司于 2024 年审计报告中披露投资性房地产后续计量模式由成本计量模式变更为公允价值计量模式，因此 2023-2024 年投资性房地产科目及资产总额较 2022 年发生较大变化；3、调整后财务数据及指标为经标普信评调整后数据；4、“--”代表数据不可得。

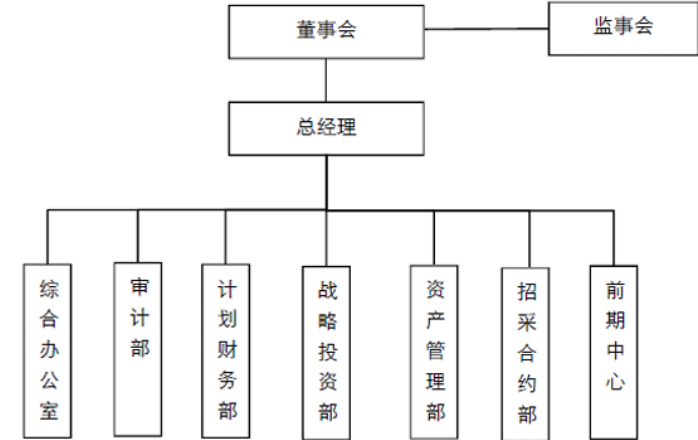
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2025 年 10 月末）



资料来源：工商查询，标普信评。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2025 年 9 月末）



资料来源：公司提供。

附录4： 主要财务指标计算公式

主要财务指标计算公式
EBITDA（调整前）= 营业收入-营业成本-管理费用-销售费用-研发费用+折旧及摊销（报告值）-税金及附加-其他经营支出（收入）
EBITDA=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息+收到的联营合营企业股利+其他调整
折旧及摊销=折旧及摊销（报告值）+经营租赁折旧摊销调整+其他调整
EBIT=EBITDA（调整前）+经营租赁租金调整-资本化的研发费用+营业成本中的资本化利息-折旧及摊销+非经营收入（成本）+其他调整
利息支出=利息支出（报告值）+资本化利息+经营租赁利息调整+其他权益工具股利或利息+其他调整

已付现金利息=现金利息支出+已付其他权益工具股利或利息+其他调整
营运现金流 = EBITDA - 利息支出 + 利息及股利收入 - 当期所得税 + 其他调整
经营性现金流=经营活动产生的现金流净额+经营租赁折旧摊销调整-资本化的研发费用-其他权益工具股利或利息-现金利息支出+现金股利收入+其他调整
资本开支 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-资本化的研发费用+其他调整
自由经营性现金流=经营性现金流-资本开支
股利=现金股利+子公司支付给少数股东的股利、利润-支付的其他权益工具股利或利息
可支配现金流=自由经营性现金流-股利
短期债务=短期借款+交易性金融负债+（应付票据-票据保证金）+一年内到期的非流动负债（有息部分）+应付利息+其他短期有息债务
长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款+租赁负债+预计负债中的对外担保及诉讼+其他长期有息债务
经调整总债务=短期债务+长期债务+经营租赁债务调整-盈余现金+资产弃置费用调整+其他权益工具+对外担保和诉讼+其他调整
资本=所有者权益合计-其他权益工具+经调整总债务+递延所得税负债+其他调整
EBITDA 利息覆盖倍数 = EBITDA/利息支出
营运现金流利息覆盖倍数 = (营运现金流+利息支出) / 已付现金利息
资本回报率 = EBIT/两年平均资本
EBITDA 利润率 = EBITDA/营业收入

附录5： 信用等级符号及定义

等级	含义
AAA _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	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 _{spc}	不能偿还债务。

注：除 AAA_{spc} 级，CCC_{spc} 级以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或低于本等级。

©版权所有 2025 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。部分内容可能借助人工智能（AI）工具创建。使用人工智能创建或处理的已发布内容由标普职员撰写、审核、编辑及批准。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒、特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括且不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。

信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。