标普信评

S&P Global
China Ratings

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：2026 年 11 月 23 日

到期日期：2027 年 11 月 22 日

项目负责人：
曹艺馨 010-65166048；yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员：
王　璜 010-65160000；huang.wang@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 6
三、个体信用状况 11
四、主体信用等级 12
附录 14

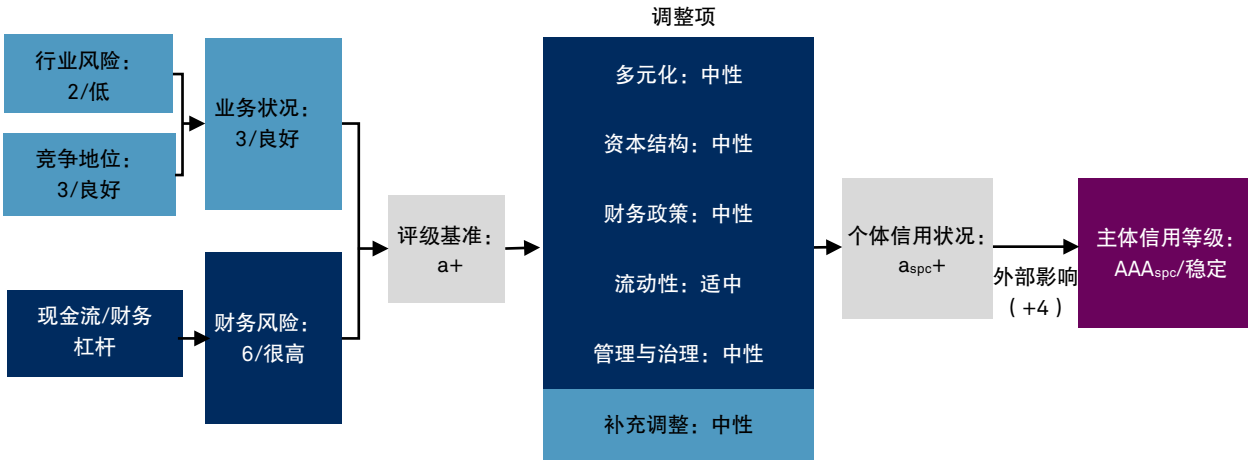
*主体信用等级一般反映标普信评对受评主体优先无抵押债务信用质量的看法，不专门针对主体可能发行的具体债项，除非标普信评另行更新。

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或我们进一步更新并出具前（两者孰早）。

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	基础设施	主体信用等级	AAA_{spc}	2026 年 11 月 23 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，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。
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，但历史上基础设施项目沉淀的债务和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
AAA_{spc}	稳定	2026 年 6 月 18 日	2026 年 11 月 19 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，2026 年 6 月 17 日。
- 标普信用评级（中国）补充评级方法论-基础设施行业，2026 年 4 月 23 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，并非是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

曹艺馨

北京

Yixin.cao@spgchinaratings.cn

项目组成员

王璜

北京

Huang.wang@spgchinaratings.cn

一、宏观经济与行业环境

根据国家十五五规划，发展实业和加大创新将是重中之重，同时促进消费仍然是支撑经济的关键。我们预计 2026 年中国 GDP 增速将较上年有所放缓，主要是由于在信心持续疲弱和未有更多的刺激政策出台背景下，国内需求和投资增长势头持续减弱。同时受益于与人工智能相关的科技出口浪潮，中国科技产品的出口数量和金额均呈现显著增长。考虑到中国经常账户顺差持续高位，同时对资本外流限制的收紧和对海外资产征税的加强，我们预计未来短期内人民币升值幅度不会太大。另外外部宏观环境（能源价格和关税）的不确定性也或将对中国经济产生一定影响。我们认为未来几个月全球油价将保持高位，到 2028 年逐步恢复至危机前水平，美国对亚太经济体的关税政策也不会发生显著变化。

我们预计，未来一年城投平台所面临的再融资环境仍将维持偏紧态势，城投的新增债券融资仍会受到严控。2026 年是 10 万亿隐债化解的重要收官之年，中央和地方的政策重点仍是地方隐债的存量化解和增量严控。我们预计城投平台在新增发债融资、名单制管理、非标融资接续等方面所受到的严控政策仍将持续，名单内城投的新增融资仍将受到很大的限制。名单外的主体虽然在政策端不会有明确的控制，但仍需满足如“335”、经营活动现金流量净额为正、总资产报酬率高于 1%等要求，能否新增成功也存在很大的不确定性。我们认为，城投转型及兼并整合仍会持续，转型方向选择差异和资源获取能力才是主导未来平台信用分化的核心因素。受限于平台公司产业资源获取、人才配备和梯队建设等客观因素，平台公司转型为全面参与市场竞争的产业化企业难度很大，与区域发展无关的纯市场化业务形成过多债务也会使外部支持大打折扣，最终弱化企业信用质量。我们认为，较为现实的转型路线目前为两类：一类是转型成区域运营商，从区域建设变为运营资产，另一类是转型为以服务区域经济发展、推动产业落地为主要目的产业投资平台。这两类转型的基础在于可以获得区域内资源整合或者政策倾斜，但考虑到区域内上述资源的稀缺性，资源获取能力将会直接决定此类转型的成功与否，这也是未来城投平台信用分化的主要来源之一。

我们预计，未来一年可能会逐步开始针对城投存量债务出台新的政策，重点在于指导城投化解经营性债务。根据化债的整体安排和节奏，2026 年是城投化债的关键年份，若按照原计划执行每年两万亿的债务置换，至 2026 年末隐债将下降至 4 万亿左右。2027 年中旬原 150 号文所提及的时间基本到期，我们认为，不论从巩固化债成果还是从稳定地方区域金融环境出发，新的政策将会进一步接续。2025 年 12 月中央经济会议中曾提出，积极有序化解地方政府债务风险，督促各地主动化债，不得违规新增隐性债务，优化债务重组和置换办法，多措并举化解地方政府融资平台经营性债务风险。这个表述释放了积极的信号，也是首次从最高政策层面提出化解经营性债务风险。我们判断，新的政策或将着眼于城投经营性债务风险的化解。

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。2025 年，宁波市实现地区生产总值 18,716 亿元，同比增长 4.9%，经济总量位居浙江省第二。2026 年前三季度，宁波市实现地区生产总值 14,434 亿元，同比增长 5.3%。按常住人口计算，2025 年全市人均地区生产总值 19.1 万元，远高于全国人均国内生产总值 10.0 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。2025 年，宁波市三次产业结构为 2.5:42.0:55.5。《宁波市国民经济和社会发展第十五个五年规划纲》提出，将巩固提升石化、汽车及零部件、纺织服装等传统优势产业，培育壮大新材料、新一代信息技术、绿色能源、生命健康、航空航天与海工装备、低空经济等新兴产业。宁波市是我国东南沿海重要的港口城市，2025 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保持在全国很强水平。

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。2025 年，宁波市实现一般公共预算收入 1,795 亿元，同比增长 0.3%，其中税收收入占比较高，超过 80%。2026 年 1-10 月，宁波市实现一般公共预算收入 1,678 亿元，同比增长 2.5%。2025 年，宁波市一般公共预算支出 2,104 亿元，2026 年 1-10 月，宁波市一般公共预算支出 1,575 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，2025 年全市地方政府债务余额 4,855 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，2025 年末常住人口 983 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。2025 年，鄞州区实现地区生产总值 3,202 亿元，同比增长 4.8%，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，2026 年 1-9 月，鄞州区实现地区生产总值 2,516 亿元，同比增长 5.1%；按常住人口计算，2025 年，全区人均地区生产总值 18.6 万元。2025 年，鄞州区三次产业增加值结构为 1.1:25.2:73.7，其中第三产业增加值 2,360 亿元，同比增长 5.9%。第

三产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、高端新材料、高端装备、家用电器等优势产业，国家级制造业单项冠军企业数量在全省区县中排名第一。2025 年，鄞州区一般公共预算收入 239 亿元，一般公共预算支出 221 亿元，一般公共预算能够实现盈余，2026 年 1-9 月，鄞州区一般公共预算收入 230 亿元，整体看，鄞州区财政平衡状况在全国区县中处于领先水平。

二、评级基准

公司概况

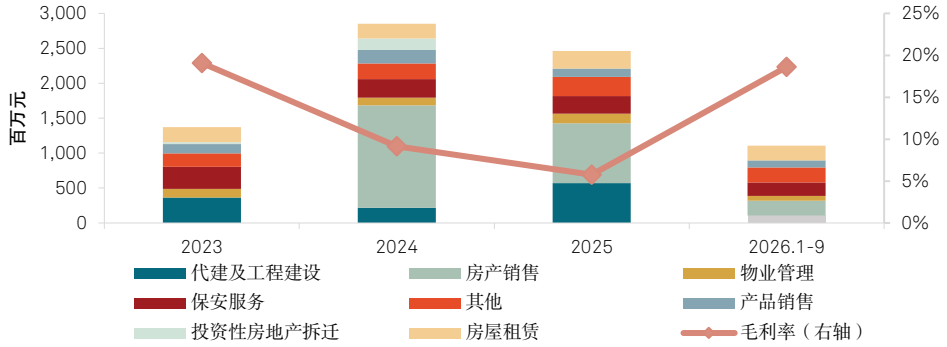
宁波市鄞城集团有限责任公司（以下简称“鄞城集团”或“公司”）成立于 2003 年，目前注册资本 292,677 万元，控股股东为宁波甬鄞建投控股有限公司（以下简称“甬鄞建投”），持股比例 97.38%，实际控制人为宁波市鄞州区国有资产管理中心（以下简称“鄞州区国资中心”）。公司建立了包括股东会、董事会和经营管理层在内的健全的公司治理结构，各项内部控制制度与组织架构较为完善。目前，公司不存在董事及高管缺位情况。

在 2025 年下半年以来的鄞州区国企改革中，公司职能定位未发生显著变化。2025 年 11 月，鄞州区国资中心启动鄞州区新一轮国企改革，改革后形成“3+6+2”区属国企新架构，“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 [1]6 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。改革后，公司定位为城市综合服务运营商，致力于打造集城市运营服务、文体教培与医疗康养产业运营、资产运营、公建服务、城乡片区开发和房地产开发建设于一体的综合性国企。2026 年 9 月，公司公告其控股股东由宁波市鄞州区国资中心变更为甬鄞建投。目前，公司控股股东尚无实质运营，公司的主营业务与其定位较为符合，汇报及考核层级亦较改革前未发生明显变化。

公司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。截至 2025 年末，公司总资产 471 亿元，净资产（含少数股东权益）162 亿元，全年实现营业收入 24.6 亿元；截至 2026 年 9 月末，公司总资产 463 亿元，净资产（含少数股东权益）162 亿元，2026 年 1-9 月实现营业收入 11.1 亿元。

图1

公司主营业务收入及毛利率情况



注：2023年为经重述数据。
资料来源：公司年报，公司提供，标普信评。
版权©2026标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

[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。

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，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，宁波市和鄞州区的经济发展潜力较好，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。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、高端新材料、高端装备、家用电器等优势产业，经济财政实力处于全国区县的领先水平。根据《宁波市鄞州区国民经济和社会发展第十五个五年规划纲要》，十五五期间，鄞州区谋划推进亿元以上重大建设项目 644 个，计划投资约 5,003 亿元，其中，在综合交通体系、水网安澜提升、城镇有机更新、文化旅游融合、民生设施优享领域的计划投资总计超过 3,700 亿元。我们认为，这将为公司提供良好的业务开展环境。

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，主要开展主体包括宁波市鄞州区公共工程建设有限公司和宁波市鄞州区新城房地产有限公司（以下简称“新城房产”）。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差异。

表1

鄞州区主要基础设施国企概况

企业名称	控股股东	2025 年末总资产（亿元）	职能定位
鄞城集团	宁波甬鄞建投控股有限公司	471	鄞州区城市综合服务运营商，业务范围包括公建服务、片区开发、房地产开发、城市运营服务、资产运营等
鄞工集团	宁波甬鄞产投控股有限公司	NA	鄞州区产业园区投资运营商，业务范围包括工业园区开发建设运营、国土空间综合整治、大数据产业培育、国有产权服务等
鄞开集团	宁波甬鄞开投控股集团有限公司	317	鄞州区城市更新产业运营商，业务范围包括片区开发建设、城市有机更新、商业地产开发运营、地产开发建设、建材供应链等
鄞通集团	鄞州区国资中心	206	鄞州区交通水利农旅产业运营商，业务范围包括交通水利、低空经济基础设施建设和管养、农业农村旅游产业运营、矿山石料开采运营等
湾区集团	宁波甬鄞产投控股有限公司	207	鄞州经济开发区区域服务运营商，业务范围包括功能区园区开发建设、园区运营服务、产业招投、公建服务
东钱湖投资	宁波钱湖控股有限公司	209	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：1、鄞工集团 2025 年末总资产数据不可得。2、东钱湖投资指宁波东钱湖投资集团有限公司。

资料来源：企业预警通，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，按照项目总投金额收取一定比例的代建费，不承担项目投融资职能。截至 2026 年 9 月末，公司在管理的代建类项目数量 13 个，应收管理费合计 2,975 万元，累计已收管理费合计 2,332 万元，项目类型包括河道整治、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 2026 年 9 月末，公司主要在建工程建设项目（不含代建）总投金额超过 240 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 2026 年 9 月末，公司的总资产规模 463 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 158 亿元，合计占比超过五成，资产流动性较弱。

表2

公司主要在建工程建设自营项目（截至 2026 年 9 月末，单位：万元）

项目名称	总投资额	已投资额
姜山未来社区项目（含土地储备）	870,000	260,415
五乡镇龙汇未来社区	233,006	50,014
福明未来社区	818,700	165,831
鄞县大道（同德路-镇岚路）改造提升	199,895	131,132
庆元大道（天童南路-鄞州大道）	35,638	27,621
金峨路（小江湖路-庆元大道）	26,403	19,013
鄞县大道（梅湖至宝瞻公路段）改建工程	45,550	32,732
鄞县大道（梅湖至宝瞻公路段）综合改造工程	10,358	7,048
全域国土空间整治东吴示范区平塘村产业园及基础配套设施建设项目	138,051	11,481
天童南路（绕城高速-环镇路）改造提升工程	18,610	11,390
它山堰路南延（鄞州大道-庆元大道）工程	15,560	12,243
和顺、和众区块保障房改造及基础设施建设项目	63,837	28,256
合计	**2,475,608**	**757,175**

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，在区域民生保障、改善居住生态环境等方面发挥重要作用，但商品房项目去化面临较大压力，未来公司或将继续参与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。截至 2026 年 9 月末，公司无在建拟建安置房项目。保障房方面，2025 年以来，公司竣工并交付了姜山 9 号地块和姜山 18 号地块的保障性租赁住房项目，其中，姜山 9 号地块保障性租赁住房拟通过出租实现资金平衡，姜山 18 号地块保障性租赁住房项目则整体对外转让。目前，公司无在建拟建保障房项目。商品房方面，公司竣工在售项目为姜山核心 4 号地块悦宁尚府项目，截至 2026 年 9 月末去化率不足两成；公司在建的鄞州区 YZ06-10-b7b 地块项目为商务办公楼，预计总投资规模 2.2 亿元，截至 2026 年 9 月末已投资 1.1 亿元。我们认为，受房地产行情下行影响，公司商品房业务面临较大的去化压力，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 2026 年 9 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					
鄞州区 JS-14-C2(姜山未来社区核心 17 号)地块项目	安置房	23.6	2022-2024	136,821	112,916
鄞州区 JS-16-a1（姜山未来社区核心 18 号）地块	保障房	17.7	2022-2025	65,838	56,835

[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。

鄞州区 JS-13-d4/e1/e6(姜山镇核心 4 号）地块项目（悦宁尚府）	商品房	18.9	2023-2026	277,829	247,913
姜山未来社区 9 号地块	保障房	5.5	2022-2025	83,874	25,432
小计				**564,362**	**443,095**
在建项目					
鄞州区 YZ06-10-b7b 地块项目	商务办公楼	2.4	2025-2027	22,452	11,472
小计				**22,452**	**11,472**

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）、房屋租赁等经营性业务，并拓展文体、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，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：

—2026-2027年，公司每年营业收入预计为14-19亿元，代建及工程建设板块、房产销售板块收入下降是公司营业收入下降的主要驱动因素。

—2026年及2027年，公司每年在基础设施建设、土地整理、房地产开发等领域的投资支出为20-30亿元。

—2026-2027年，公司每年收到政府补助1-2亿元。

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，未来公司在基础设施建设、土地整理、房地产开发等领域仍将保持一定规模的投资支出，而基建类项目的回款进度较为滞后，公司债务规模难以下降，未来 1-2 年，公司财务杠杆仍将处于“很高”水平，EBITDA 仍不足以覆盖利息支出。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，2026-2027 年，公司营业收入将降至 14-19 亿元，较 2025 年的 24.6 亿元明显回落，主要受 2025 年姜山 18 号地块项目一次性转让收入形成的高基数、以及当年代建及工程建设板块收入下滑影响。2025 年，公司实现营业收入 24.6 亿元，其中房产销售收入 8.6 亿元（含姜山 18 号地块项目一次性转让收入 5.8 亿元）、代建及工程建设收入 5.7 亿元。2026 年，公司可售商品房项目仅剩姜山镇核心 4 号地块悦宁尚府，该项目去化偏慢，预计全年房产销售收入回落至 2.5-3.0 亿元；同期受基建项目结转规模减少影响，代建及工程建设收入预计降至 2.5-3.5 亿元。2027 年，除悦宁尚府外，公司暂无其他地产项目推售，基建类项目收入结转亦存在不确定性，营业收入或仍处于 14-19 亿元区间，难以出现明显反弹。

我们预计，2026 年，公司经调整 EBITDA 规模将较 2025 年下降，主要受到政府补助下降影响。由于承担公益性职能，公司代建及工程建设、保障房及安置房销售、物业管理等业务盈利性有限，公司 EBITDA 对政府补助依赖度较高。2023-2025 年，公司获得的政府补助分别为 1.6 亿元、1.4 亿元和 4.2 亿元；其中 2025 年政府补贴金额较大，主要系期内收购宁波江东开发投资有限公司获得政府一次性补助 3.6 亿元，具有偶发性。我们预计，2026-2027 年，公司每年计入其他收益的政府补助将回落至 1-2 亿元，受此影响，公司经调整 EBITDA 规模将较 2025 年下降。

我们预计，2026 年-2027 年，公司仍将保持一定规模的投资支出，债务规模难以下降，财务杠杆仍将高企。作为鄞州区重要的基建主体，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任务，资金支出需求较大。我们预计，2026 年及 2027 年，公司的项目投资支出将保持在 20-30 亿元，主要用于福明未来社区、姜山未来社区等在建项目，项目资金主要来自自筹和专项债，但 2026 年初公司账面尚有 37.6 亿元非受限货币资金，可较好地支撑期内投资需求，预计 2026 年末公司债务规模将较 2025 年保持平稳，2027 年公司债务规模或有所增长。

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 2026 年 9 月末，公司共获得银行授信额度 259 亿元，其中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）

	2023A	2024A	2025A	2026E	2027F
营业收入	1,372	2,852	2,463	2026-2027 年，公司每年营业收入预计为 14-19 亿元。 2026 年及 2027 年，公司每年在基础设施建设、土地整理、房地产开发等领域的投资支出为 20-30 亿元。	
EBITDA	238	235	448		
利息支出	849	885	828		
资本开支	786	363	514		
经调整总债务	21,848	23,567	22,032		
调整后核心财务指标					
经调整总债务/EBITDA（倍）	91.7	100.2	49.1	>70	>70
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.3	0.3	0.5	<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 2025 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	23,586	16,241	31	106
标普信评调整				
收到的联营合营企业股利	-	-	2	-
盈余现金	-1,892	-	-	-
资本化利息	-	-	-	711
其他权益工具股息或利息	-	-	-	11
其他权益工具	300	-300	-	-
对外担保和诉讼	38	-	-	-
其他调整（其他收益）	-	-	415	-
调整总额	-1,554	-300	418	722
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	22,032	15,941	448	828

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基础设施建设主体，公司与对比企业在区域实力、平台定位、业务范围等方面具有一定的可比性。

表6

同业情况（2025 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	3,202	3,151	3,038
一般公共预算收入	239	414	288
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、物业租赁及管理等	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	471	206	961
营业收入	24.6	5.0	28.4
营业利润	0.9	0.7	1.6

资料来源：iFinD，标普信评。

三、个体信用状况

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和再融资，以及在手货币资金。

表7

主要流动性来源	主要流动性用途
非受限货币资金 13 亿元	未来 12 个月债务到期规模 127 亿元
公司未使用金融机构授信额度 108 亿元，且预计部分已提用授信可循环使用	营运现金流、营运资本、资本开支等流出 22-27 亿元

注：数据截至 2026 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**
2026	908
2027	12,089
2028	4,177
2029	2,823
2030 及以后	3,797
合计	**23,794**

注：1、截至 2026 年 9 月末；2、2026 年到期金额时间点为 2026 年 10 月-12 月；3、债务包括其他权益工具科目的永续债，永续债到期日按首次行权日计。

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，截至 2026 年 9 月末担保余额 3800 万元，占净资产（不含永续债）比重低于 1%。公司被担保对象为区域内国企宁波市鄞通集团有限责任公司。考虑到鄞州区整体融资环境良好，以及对外担保金额不大，我们认为公司担保代偿风险可控。

截至 2026 年 9 月末，公司不存在作为被告且涉诉标的金额超过 1,000 万元以上的重大未决诉讼或仲裁情况。

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 2026 年 9 月 14 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。

个体信用状况

标普信评认为，鄞城集团的个体信用状况为 a_{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，项目建设仍需持续投入，公司财务杠杆处于很高水平，且 EBITDA 对利息覆盖程度不足。

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。鄞州区国资中心透过宁波甬鄞建投控股有限公司持有公司 97.38%的股权，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。2025 年，鄞州区实现地区生产总值 3,202 亿元，全市占比 17.1%，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了债务监测和管理机制，再融资环境良好。宁波市实行全口径政府债务管理，推进隐性债务与法定债务合并监管，全面管控行政事业单位和国有企业债务。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。2023-2025 年，公司分别获得其他收益 1.6 亿元、1.4 亿元和 4.2 亿元，吸收投资收到的现金分别为 7.3 亿元、2.1 亿元和 4.7 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）				
	2023	2024	2025	2026.1-9
货币资金	1,886	1,296	3,764	1,297
其他应收款	1,404	1,620	1,153	1,080
存货	9,682	10,255	9,574	10,851
投资性房地产	9,323	9,428	8,841	9,312
固定资产	738	772	2,101	1,985
其他非流动金融资产	3,366	3,413	2,954	2,955
资产总计	41,513	43,878	47,147	46,330
短期借款	2,850	4,875	6,294	7,856
一年内到期的非流动负债	3,970	3,731	2,181	4,818
长期借款	5,650	6,703	7,678	5,814
应付债券	5,500	5,339	5,507	3,101
负债合计	25,795	28,852	30,906	30,082
其他权益工具	1,300	300	300	300
所有者权益合计	15,718	15,026	16,241	16,249
营业总收入	1,372	2,852	2,463	1,109
营业成本	1110	2591	2322	902
销售费用	73	60	59	46
管理费用	162	179	176	119
财务费用	11	81	101	68
其他收益	162	138	415	6
利润总额	64	120	80	-6
净利润	24	60	13	-14
经营活动现金流入小计	1,638	3,052	2,932	2,170
经营活动现金流出小计	3,447	4,198	2,919	3,685
经营活动产生的现金流量净额	-1,808	-1,146	13	-1,515
投资活动现金流入小计	781	166	991	77
投资活动现金流出小计	923	477	985	629
投资活动产生的现金流量净额	-142	-310	6	-552
筹资活动现金流入小计	9,193	12,219	16,320	12,237
筹资活动现金流出小计	7,334	11,367	13,861	12,634
筹资活动产生的现金流量净额	1,859	852	2,460	-397

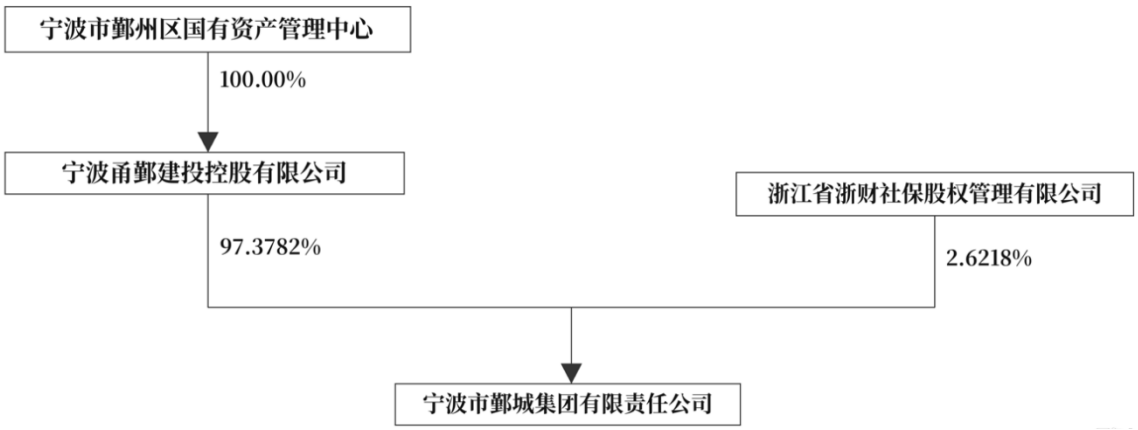
调整后财务数据及指标				
	2023	2024	2025	2026.1-9
营业收入	1,372	2,852	2,463	1,109
EBITDA	238	235	448	--
经调整总债务	21,848	23,567	22,032	--

EBITDA 利润率（%）	17.4	8.2	18.2	--
经调整总债务/EBITDA（倍）	91.7	100.2	49.1	--
EBITDA 利息覆盖倍数（倍）	0.3	0.3	0.5	--

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 2023-2025 年审计报告以及未经审计的 2026 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。

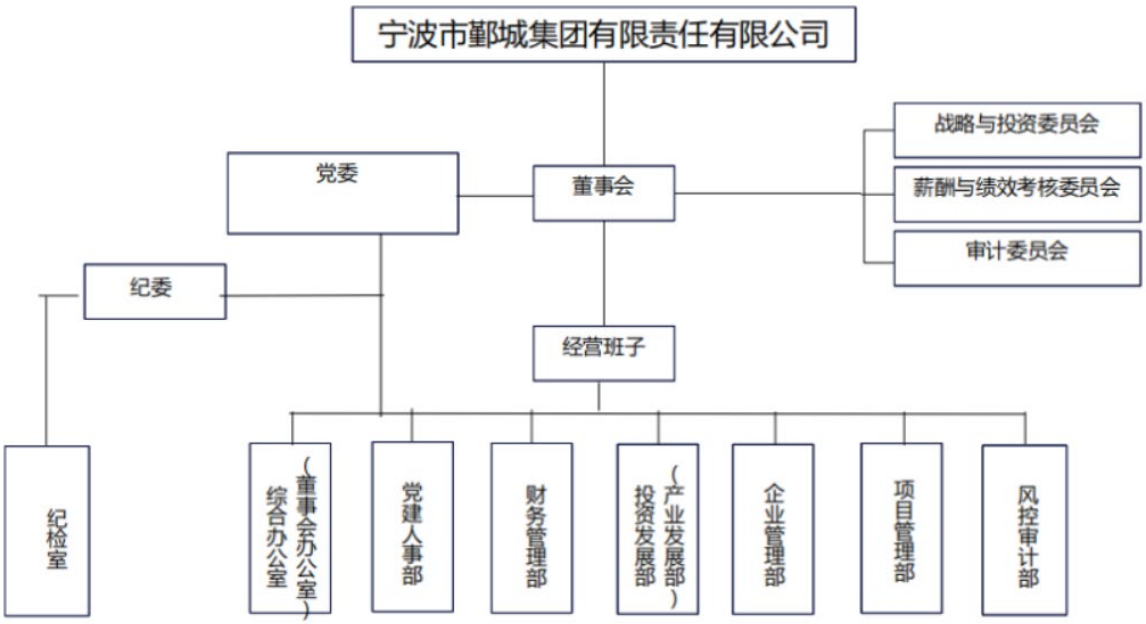
资料来源：公司提供，标普信评整理和调整。

附录2： 评级对象股权结构图（截至 2026 年 9 月末）



资料来源：公司提供，标普信评。

附录3： 评级对象组织结构图（截至 2026 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 级	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	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	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	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 级	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 级	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	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	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	不能偿还债务。

注：除 AAA 级、CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可能用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。级别以“spc”后缀标识，如 $AA_{spc}+$。“spc”代表标普信用评级（中国）的英文缩写。我们也可能给级别加上“展望”或“观察”，以表达我们对于级别的预期。

©版权所有 2026 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，除非其注册为该类机构。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。