

# 宁波市奉化区投资集团有限公司 信用报告

## 评级

### 主体信用评级

长期主体评级 BBB+

### 展望

稳定

### 债项评级

拟发行的境外债券 BBB+

## 目录

关键评级因素.....	2
政府支持.....	3
宁波市及奉化区政府的信用状况.....	4
经营状况.....	6
财务状况.....	7
流动性.....	8
债项评级.....	8
公司背景.....	8
评级分数摘要.....	9
相关评级方法论.....	9

## 联系我们

### 主分析师

姓名 左一鸣, FRM

职衔 联席董事

电话 +852 3615 8341

邮箱 jameson.zuo@cspi-ratings.com

### 分析师

姓名 哈穗民, CFA

职衔 资深董事

电话 +852 3615 8307

邮箱 vincent.ha@cspi-ratings.com

## 概述

- 中証鵬元國際已授予宁波市奉化区投资集团有限公司（简称“奉化投资集团”）国际刻度长期主体评级，等级为“BBB+”，展望稳定。
- 公司是奉化区重要的开发建设主体，主要业务内容包括工程建设、土地一级开发、房产销售，还涉足租赁、贸易、保安和人力资源服务等业务。公司股东为宁波市奉化区国有资产管理中心（以下简称“奉化国资”）及浙江省财务开发有限责任公司，分别持有公司股份 90.1%及 9.9%，实际控制人为奉化国资。奉化投资集团的主体评级是基于公司“b-”的独立信用评分 (SACP)，以及我们认为奉化区政府在奉化投资集团有需要的时候，有极强的意愿为其提供额外支持的观点。
- 我们还向奉化投资集团拟发行的无担保境外债券授予‘BBB+’的债项评级。上述债券将构成发行人的直接和无条件债务，在任何时候彼此之间享有同等地位，且至少与发行人现时及未来的所有其他无担保债务享有同等地位。上述评级展望稳定。该债项评级是暂定的，并取决于我们对最终发行文件的审查。

## 评级展望

- 奉化投资集团稳定的评级展望反映了我们认为奉化区政府将保持稳定的信用状况，并且公司在参与奉化区发展中将继续发挥重要的战略性作用的预期。
- 出现以下情况时，我们将考虑下调奉化投资集团的主体评级：1) 公司与奉化区政府的关联性从现有基础上弱化；2) 奉化区政府的财政实力大幅减弱或流动性恶化；或者 3) 公司在奉化区工程建设、土地开发领域的市场地位明显下降。
- 出现以下情况时，我们将考虑上调奉化投资集团的主体评级：1) 奉化区政府财政收入规模持续提升且债务负担持续减轻；2) 公司对奉化区政府的重要性显著提升。

## 财务摘要

表 1: 财务指标

	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
债务/EBITDA <sup>1</sup>	81.6x	78.5x	80.7x	81.3x	81.6x
EBITDA 利息保障倍数	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x
债务资本比率	69.7%	70.3%	71.1%	71.2%	72.0%
经营活动产生资金/债务	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
经营活动产生的现金流/债务	-3.6%	-15.8%	-6.1%	-7.5%	-4.0%
自由现金流/债务	-0.6%	-12.7%	-2.4%	-3.7%	-0.1%
EBITDA 利润率	17.3%	12.2%	12.5%	12.3%	12.3%
资本回报率	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%

备注: 1, EBITDA 包括政府补助  
来源: 公司, 中証鵬元國際预测

## 关键评级因素

### 正面因素

- **公司是奉化区工程建设及土地开发的主要实施主体。**奉化投资集团是奉化区重要的城市建设主体和国有资产经营主体，主要负责当地的工程建设、安置房建设和运营、土地整理开发等业务，同时还涉足贸易、保安和人力资源服务及租赁业务。奉化区是宁波市的主要工业区之一，工业经济地位较突出，2016年撤市设区以来，奉化区的工程建设和城市更新改造的投资需求较旺盛。因此奉化投资集团在奉化区的工程建设业务发展较快，业务规模持续扩大，且业务发展的稳定性和持续性良好。奉化投资集团的良性发展对奉化区的城市建设、经济发展进程有较好的促进作用。因此我们认为倘若奉化投资集团出现财务困境，奉化区政府将有较强愿意采取必要的措施支持公司，确保公司的正常经营，以保证地区经济发展规划的顺利实施。
- **公司长期以来得到奉化区政府持续支持。**作为实际控制人，奉化国资对公司支持力度较大。2020-2022年，奉化投资集团获得各类政府补贴、税收返还、减免等资金分别为1.43亿元、2.04亿元和1.62亿元。另外，奉化区政府还直接向奉化投资集团进行现金注入和资产注入等，以支持公司的运营和发展。例如，2022年，政府向公司拨入专项资金财政补贴3.5亿元并以债券转增资本1.5亿元。政府持续的资产注入增强了公司的资产实力。我们相信，奉化区政府将继续支持公司，推动公司各项业务发展，从而促进奉化区的工程建设和城市提升。就总资产规模而言，奉化投资集团是奉化区重要的国有企业。公司董事会和高级管理层均由奉化区政府任命，我们认为奉化区政府对公司的运营有高度的影响力。
- **宁波市及奉化区良好的经济基本面和信用状况。**宁波市为中国计划单列市之一，享有省级经济和财政管理权限。2022年，宁波的GDP为15,074亿元，人均GDP超过16万元，排名全国前列，表明宁波的经济发展水平很高。宁波是重要的先进制造业基地，是首批制造强国战略试点示范城市，拥有雄厚的制造业基础。同时，宁波市政府近年来保持着温和的财政赤字，据我们测算，2018-2022年宁波市平均预算盈余率为-5.5%，表明政府的财政赤字压力较轻。作为宁波重要的工业基地，奉化区经济表现良好，2022年的人均GDP超过15万元，经济发展阶段较高。奉化区近年来加快发展新材料、高端装备和新一代信息技术等战略性新兴产业，聚焦以新动力、新时尚、新装备、新信息技术、新健康、新材料为代表的新产业体系。同时，我们测算奉化区政府财政上还具有较强的流动性，使其在未来几年内应对金融压力的能力较强。

### 负面因素

- **财务杠杆较高。**2021-2022年，公司债务资本比率分别为69.7%和70.3%。截止2022年底，公司的有息负债规模约为351亿元，由于公司承担着奉化区主要的工程建设项目、土地开发项目和安置房建设项目，未来几年公司仍需依靠进一步举债来投入其项目建设，债务规模将稳步增加。我们预计公司债务资本比率将保持在70%以上的较高水平。此外，与债务规模相比，公司的EBITDA相对薄弱，公司仅靠EBITDA来偿还债务余额及利息较为困难。较高的杠杆率对公司的现金流和偿付能力形成一定压力。
- **运营效率较低且盈利能力较弱。**受所处行业以及经营模式影响，公司运营效率偏低。较长的现金回收周期使得公司的经营性现金流有限。我们测算奉化投资集团2021-2025年的平均EBITDA利润率为12.8%，处于一般水平，但在剔除政府补贴后，公司利润率相对偏弱。由于公司工程建设业务施工期较长，且委托人包括政府部门和其他国有企业，整体毛利率不高。我们测算2021-2025年间公司的平均资本回报率为0.7%，公司整体盈利能力较弱。

表2: 关键信用指标

(百万元人民币)	2021A	2022A	2023F	2024F	2025F
<b>财务状况和盈利能力</b>					
收入	2,220.1	3,701.6	3,790.6	4,114.7	4,350.8
EBITDA <sup>1</sup>	383.6	450.4	472.5	507.4	533.9
EBITDA 利润率	17.3%	12.2%	12.5%	12.3%	12.3%
资产收益率 (ROA)	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
资本回报率 (ROIC)	0.5%	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%
<b>现金流量度量</b>					
经营活动产生资金 (FFO)	235.0	289.6	310.5	336.6	352.8
经营活动产生的现金流 (OCF)	-1,138.5	-5,585.5	-2,333.2	-3,096.6	-1,743.5
自由现金流 (FCF)	-191.0	-4,486.9	-900.9	-1,523.3	-29.3
可自由支配现金流(DCF)	-191.0	-4,486.9	-900.9	-1,523.3	-29.3
<b>资产负债表度量</b>					
现金及流动性投资	4,603.8	5,726.1	5,851.9	5,214.3	5,929.8
盈余现金	4,485.6	5,623.4	5,746.1	5,099.3	5,808.1
总债务	35,776.8	40,978.4	43,856.6	46,356.6	49,356.6
调整后的债务	31,291.3	35,355.1	38,110.5	41,257.3	43,548.5
总资本化	51,359.2	58,298.3	61,690.0	65,106.9	68,538.9
<b>杠杆度量</b>					
债务/EBITDA	81.6x	78.5x	80.7x	81.3x	81.6x
利息保障倍数	0.3x	0.3x	0.3x	0.3x	0.2x
债务资本比率	69.7%	70.3%	71.1%	71.2%	72.0%
经营活动产生资金/债务	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
经营活动产生的现金流/债务	-3.6%	-15.8%	-6.1%	-7.5%	-4.0%
自由现金流/债务	-0.6%	-12.7%	-2.4%	-3.7%	-0.1%
可自由支配现金流/债务	-0.6%	-12.7%	-2.4%	-3.7%	-0.1%
债务/权益	200.8%	204.1%	213.7%	220.0%	227.0%
经营活动产生资金/现金利息费用	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x	0.2x

备注: 1, 包括政府补助

来源: 公司, 中证鹏元国际预测

## 政府支持

### 公司对奉化区政府有较高的重要性

公司股东为奉化国资及浙财开发, 分别持有公司股份90.1%及9.9%, 实际控制人为奉化国资。公司作为奉化区重要的工程建设和土地开发主体, 承担着奉化区的经济发展、城市提升等重要角色。其正常运营对奉化区的发展至关重要。因此, 我们认为奉化区政府在公司有需要的时候, 向公司倾斜一定比例的重要资源, 反映出奉化投资集团的信用评级和奉化区政府的信用状况之间的密切联系。

### 奉化区政府参与公司的重大决策与人事安排

奉化区政府对公司人事安排方面严格把控, 奉化投资集团的董事会成员和主要管理层均由奉化区政府委任。同时, 公司的重大经营计划、投资决策以及公司重组和资本注入等事宜须由奉化区政府批准。由此可见, 奉化投资集团与当地政府的联系紧密。鉴于奉化投资集团在奉化区的工程建设、土地开发建设发挥了重要作用, 我们认为公司在区内地位较高。

### 奉化区政府持续的资产注入和财政补贴

为支持公司业务运营, 奉化区政府在过去给予了奉化投资集团大力支持, 包括财政补贴和资产注入。2020-2022年, 奉化投资集团收到的各类政府补贴、税收返还、减免等资金分别为1.43亿元、2.04亿元和1.62亿元。公司有稳定的收入来源。此外, 奉化区政府还持续向公司注入资产, 包括直接注资和资产划拨等, 提升了公司资本实力。公司资本公积从2019年的165亿增至2022年的176亿, 资本实力持续夯实。

## 宁波市及奉化区政府的信用状况

### 宁波市政府

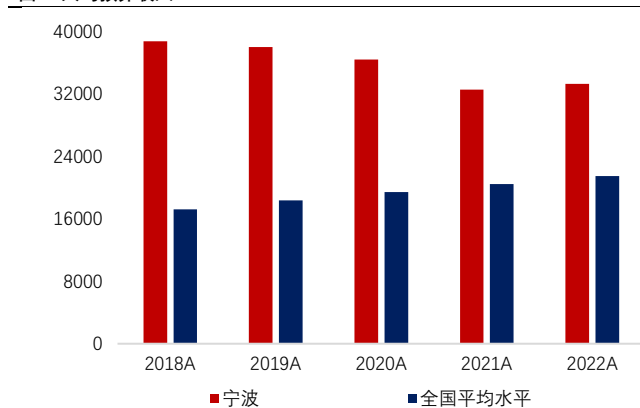
宁波市是浙江省副省级市、计划单列市，国务院批复确定的中国东南沿海重要的港口城市、长江三角洲南翼经济中心。宁波市下辖6个区、2个县和2个县级市，总面积9,816平方千米。截至2022年末，宁波市常住人口达961.8万人。宁波市的经济实力强劲，流动性状况良好，但近年来财政预算收入增长放缓，且债务水平偏高。

自2017年以来，宁波市地区生产总值（GDP）稳居万亿以上水平。2022年，宁波市GDP达15,704亿元，在浙江省内排名第2，在全国范围内排名第12。宁波市是中国重要的先进制造业基地，是制造强国战略的第一个试点示范城市，目前已形成以石油化工、汽车及零部件、电工电器、纺织服装等产业为支柱的产业集群。2022年，宁波工业增加值6,682亿元，同比增长3.3%。规上工业新产品产值增长6.9%，千亿级产业集群拥有规上工业企业7621家，实现增加值4,360亿元。此外，据我们测算，2022年宁波市人均GDP超过16万元，远高于全国人均水平。

在过去几年，宁波市政府维持着温和的财政赤字，据我们测算，2018-2022年宁波市平均预算盈余率为-5.5%，说明该政府的财政赤字压力较轻。2022年，宁波市实现预算收入<sup>1</sup>3,131亿元，人均预算收入32,551元/人，反映该市预算收入规模较大，预算收入水平较高。受2021-2022年国有土地出让收入下滑影响，宁波市整体预算收入在近两年出现负增长。我们认为，随着经济持续增长，宁波市预算收入在未来数年内有望恢复较快增长，财政预算赤字将保持在合理的水平。

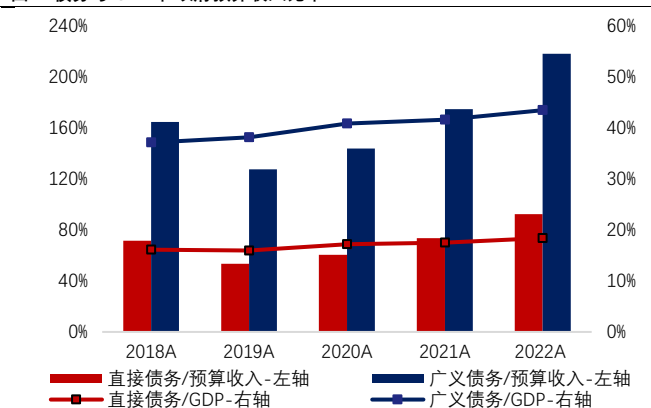
近年来宁波市政府债务规模保持高位增长的态势。2020-2022年，宁波市直接债务平均增速为13%。截至2022年末，我们估算宁波市广义债务总额达到6,829亿元，据此可测算出当年宁波市广义负债/预算收入的比例为218%，而广义债务/地区生产总值的比例为44%，均高于中国地方政府的平均水平，表明相较于较为可观的预算收入规模和经济规模，宁波的债务负担相对较重。由于宁波处于经济快速上升阶段，未来相关项目的投资建设支出及相应的融资需求将持续增加，我们预计其整体债务负担将维持在较高水平。另一方面，得益于良好的预算收入基础，近年来宁波市财政性存款规模持续增长并且保持较高水平。根据2021年末宁波财政性存款为1,144亿元，我们估算未来24个月内该市财政性存款将保持在1,000亿元以上，为其政府债务还本付息金额提供充足的支持，维持健康的流动性状况。

图 1: 人均预算收入



来源: 地方政府部门, 中証鵬元国际估计

图 2: 债务与 GDP 和政府预算收入比率



来源: 地方政府部门, 中証鵬元国际估计

### 奉化区政府

奉化区隶属于宁波市，位于浙江省东部沿海、宁波市区南部，全区土地总面积1,278平方千米。截至2022年末，奉化区常住人口58.6万人。奉化区经济发展水平较高，流动性状况良好，但债务负担较重，且近两年来预算收入下滑幅度较大。

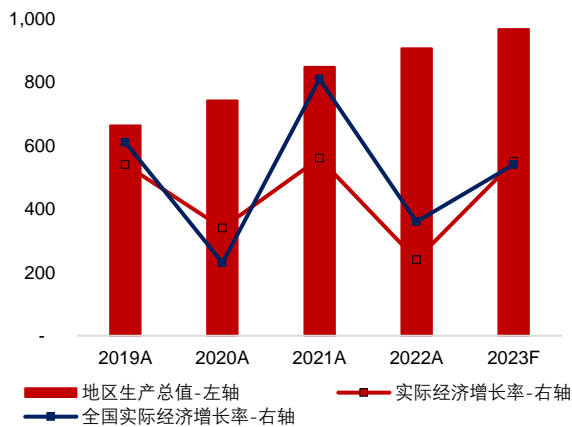
<sup>1</sup> 含一般公共预算收入、一般公共预算上级补助、政府性基金收入和政府性基金上级补助

2022年，奉化区实现GDP907亿元，在宁波市的10个区县中位居第7，尚未迈入千亿元梯队。但奉化区人均GDP表现突出，据我们测算2022年该区人均GDP达154,826元/人，远超过中国地方政府及浙江省平均水平。此外，奉化区近年来加快发展新材料、高端装备和新一代信息技术等战略性新兴产业，聚焦以新动力、新时尚、新装备、新信息技术、新健康、新材料为代表的新产业体系。2022年，奉化区工业增加值493亿元，占GDP比重超过60%，同时，规模以上工业新动能加速壮大，对GDP增长的贡献持续增强。2023年1-3月，奉化区GDP同比增速达5.7%，其中，规模以上工业增加值同比增长7.2%，显示2023年以来奉化区经济增长势头良好。总体来看，我们认为奉化区经济发展水平相对较高，未来数年内该区的经济增长较为乐观。

财政预算方面，奉化区政府的财政收入规模相对较小，近两年均维持在300亿元以下水平。2022年，奉化区预算收入为193亿元，较去年同期下降34.9%，主要是受到国有土地出让收入下滑拖累。近三年，奉化区政府性基金收入在其预算收入中的占比达到50%，我们认为，奉化区预算收入的结构有待进一步优化。另一方面，在过去几年，奉化区保持着较轻的财政赤字率（10%左右），虽然其预算盈余表现在2022年受预算收入下滑影响有所恶化，我们认为随着经济的增长，2023-2025年奉化区预算收入有望恢复较快的增速，同时，预算赤字水平将保持在可控的范围内。

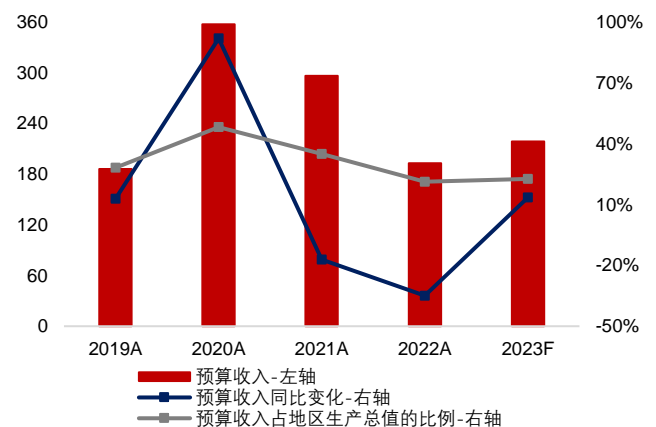
我们认为，相对于其预算收入规模和经济规模，奉化区的债务负担相对较重，且在未来几年内仍保持增长趋势。2022年底该区直接债务为167亿元人民币，我们估算其广义债务约为429亿元。据此我们测算2022年奉化区广义负债/预算收入的比例为181%，广义债务/地区生产总值的比例为47%，均高于中国地方政府的平均水平。考虑到其债务保持扩张，我们预计接下来数年奉化区的债务负担将持续增加，这将使该政府未来的流动性状况承压。好的方面是，奉化区财政性存款相对充实，2022年末约29亿元，我们测算未来24个月内奉化区流动性资金能够为其债务还本付息支出提供充足的支持。

图 3: GDP 和实际 GDP 增速 (亿元人民币)



来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际估计

图 4: 政府预算收入 (亿元人民币)



来源: 地方政府部门, 中证鹏元国际估计

## 经营状况

公司是奉化区重要的基础设施开发建设主体，近三年公司的收入和毛利主要来源于土地一级开发业务、房产销售及工程建设业务。截至2022年底，奉化投资集团总资产为651亿元。2020-2022年，公司报告总营收分别约为26亿元、22亿元及37亿元。公司主要业务板块为i) 土地一级开发业务；ii) 安置房销售；iii) 商品房销售；iv) 工程建设业务；v) 保安及人力服务；vi) 贸易业务；及vii) 其他业务。从公司2022年全年的收入结构来看，安置房销售、商品房销售、工程建设、保安及人力服务和土地一级开发业务在公司营业收入占比分别为34%、24%、21%、11%及7%，是公司重要的业务板块。

图 3: 公司收入结构 (2022)

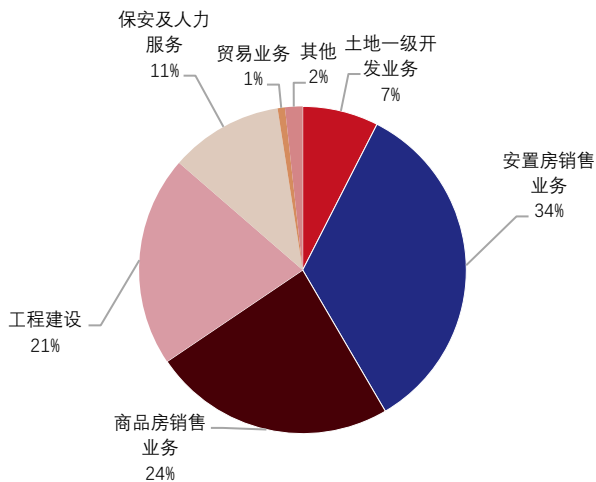
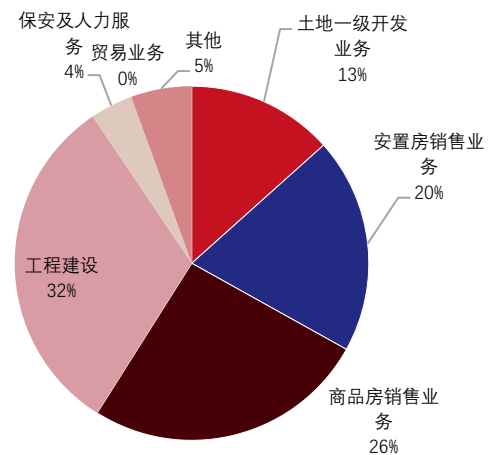


图 4: 公司毛利结构 (2022)



来源：公司，中证鹏元国际整理

来源：公司，中证鹏元国际整理

### (i) 土地一级开发

公司土地一级开发业务由多家子公司负责，主要业务内容涉及奉化区范围内的土地拆迁、房屋建设和河道治理、供水工程等市政建设任务。2017年后，业务和结算模式发生了变化，业主方与公司签订委托合同，指定公司进行土地开发，并按开发成本的15%-30%加成向公司确认收入。

近年来，公司在土地开发方面投入较大，开发成本主要包括围海造田、土地平整等方面的投入。截至2022年末，公司目前土地整理业务总投资156亿元，总面积12,676亩，已投资103亿元，尚需投资53亿元，业务持续性良好。

2020-2022年，土地一级开发产生的收入分别为6.5亿元、6.9亿元和2.8亿元，占公司相应时期总收入的25.2%、30.8%和7.5%，在更多项目结算和新项目的情况下，预计收入和利润流将持续。

### (ii) 安置房销售

安置房的经营模式上，公司受政府委托进行旧城拆迁改造和安置房建设，建成后向社会销售，获得收益，同时还涉及少量安置房配套商铺及车位的销售。销售模式主要分为定向销售和市场销售。在定向销售方面，安置房将按照奉化区政府制定的指导价向市民销售。公司一般按定向销售实际收到的销售款确认收入。在实际经营中，由于现阶段政府指导价限价较低且补贴有限，该部分销售毛利较低，甚至亏损。对于市场销售，公司按市场价格销售剩余的安置房，并按销售价格确认收入。截至2022年底，公司主要有7个在建安置房项目，总投资56亿元，已投资30.6亿元。

2020-2022年，安置房销售业务产生的收入分别为6.7亿元、4.8亿元和12.6亿元，占公司相应时期总收入的26.1%、21.7%和34.1%。

### (iii) 商品房销售

奉化投资集团的房产销售涉及少量的商业地产项目。公司的商业房地产销售业务主要采用招拍挂去的商品房建设土地，并按照计划对商品房进行建设，建设完成后按照周边商品房售价情况定制合理售价进行公开市场化销售。2022年公司有一个商业房项目确认了8.9亿销售收入使得公司房产销售收入在当年有明显增长。截至2022年底，公司有一个在建商业房地产项目，总投资29亿元，已投资18亿元。

#### (iv) 工程建设业务

奉化投资集团的工程建设业务由公司本部及子公司红胜开发、奉化滨建和力兴水利负责，业务内容涉及道路、防洪、水利工程等。作为奉化区重要的工程项目建设主体，公司参与建设的项目较多，主要包括道路、防洪、水利项目等，并与当地有建设需求的企业签订合作协议。公司的工程建设业务合作方主要为当地国有企业，具体流程是一个项目的运作通过公司总承包即全权进行建设，项目整体或者标段完工后，经验收完毕交付给合作方经营管理。在此业务模式下，合作方基于项目建设款项数额的特定百分比（一般为15%-20%），与公司确认业务利润收入。截至2022年底，公司工程建设业务总投179亿元，已投146亿元，项目储备充足。

2020-2022年，工程建设业务产生的收入分别为7.5亿元、6.4亿元和7.7亿元，占公司相应时期总收入的29.3%、28.7%和20.8%。

#### (v) 保安及人力服务

奉化投资集团的保安及人力服务业务收入主要来源于子公司宁波市奉化保安服务有限公司和宁波市奉化新奉人力资源有限公司。其中保安业务服务覆盖奉化区教育系统、供电系统、娱乐场所及其他企业单位，业务来源包括客户直接聘任及公开招投标两种。公司市场部通过项目或客户信息的采集整理，通过投标或洽谈方式与客户签订服务合同，运营部派出保安人员进驻现场并提供服务，收取项目服务费实现业务收入。安保服务的定价由服务委托方和受托方协商确定，价格较为透明和固定。公司经营规范、服务性价比较高，在局部细分市场具有优势，能够持续、稳定地获取订单。

2020-2022年，保安及人力服务产生的收入分别为2.3亿元、3.6亿元和4.1亿元，占公司相应时期总收入的8.9%、16.1%和11.2%。

#### (vi) 贸易业务

公司自2018年开始从事贸易业务，由子公司宁波洪胜贸易有限公司（以下简称“洪盛贸易”）和宁波市奉化区锦泰贸易有限公司负责，主要涉及的产品为电解铜。2021年，公司无贸易业务收入，主要系子公司洪盛贸易前期的贸易业务主要以熟练业务流程，培养业务团队为目的开展。2023年公司计划针对其工程建设、安置房建设等项目提供建材贸易业务，目前尚未产生收入。

2020-2022年，贸易的收入分别为1.5亿元、0元和0.27亿元，占公司相应时期总收入的5.7%、0.0%和0.7%。

#### (vii) 其他业务

其他业务包括土地转让业务、租赁业务、矿渣业务、供水业务等，收入规模较小，为公司收入形成一定补充。

2020-2022年，其他业务的收入分别为1.2亿元、0.59亿元和0.64亿元，占其相应时期总收入的4.8%、2.7%和1.7%。

## 财务状况

### 公司杠杆率水平较高

奉化投资集团的负债规模大，我们测算截至2022年底，公司有息负债约为351亿元，从奉化投资集团2021年、2022年较高的债务/EBITDA比率及近两年表现欠佳的EBITDA利息保障倍数两方面来看，公司仅靠EBITDA来偿还债务余额及利息较为困难。2022

年，公司债务资本比率为70%，且预计在未来保持在较高水平。由于奉化投资集团为当地重要的工程施工和土地开发建设主体，我们认为如公司股东持续支持其业务，向其持续进行资产注入并维持其整体杠杆水平，公司的债务水平将保持稳定。

我们认为奉化投资集团的债务结构为“中性”，因为公司的短期债务风险敞口有限，公司短期债务占总未偿债务比率处于30%以下。公司银行贷款的利率风险主要来自浮动利率，但我们认为这不会给公司带来重大的利率风险，因为涉及浮动利率的债务都是基于基本贷款利率浮动。

#### 公司运营效率低，盈利水平较弱

受公司所处行业以及经营模式影响，奉化投资集团的营运效率低。2022年公司应收账款周转天数分别为87天。公司的存货主要包括工程建设业务形成工程施工和开发成本，这些业务的施工周期及回报周期比较长，因此公司存货金额较大，从而导致公司的资金周转效率偏低。我们测算公司的现金周转周期约等于9年，高于工程建设行业的一般水平。

我们认为奉化投资集团的盈利水平较弱，盈利主要依赖于政府补助。公司的工程建设业务受成本加成比例固定影响，导致公司建设项目毛利率不高。而公司安置房建设业务同样受政府指导价限制，盈利空间有限。受益于当地政府给予的补贴，公司在营业收入水平较低的情况下，EBITDA利润率表现尚可，2021-2025年期间公司平均EBITDA利润率为12.8%。由于公司业务偏向于基础设施投融资主体性质，我们认为资本回报率更能反映公司实际的盈利水平。考虑了政府补贴后，我们测算公司的平均资本回报率为0.7%（2021-2025年），公司整体盈利水平较低。

## 流动性

在考虑了奉化投资集团的速动比率和现金流流动性比率之后，我们评估公司的短期流动性为“弱”。奉化投资集团未来12个月的现金流流动性比率估计为1.29倍，说明公司的现金流入在应对未来12个月的现金流出时面临一定挑战。公司未来短期债务的偿债需求较大，预计2023年的短期债务偿还的金额在100亿左右，短期流动性的满足仍需要依赖于债务接续和再融资。截至2022年底，公司未使用的银行授信余额超200亿元，能够对其未来潜在的流动性支出构成一定保障。此外，公司未来12个月的速动比率估计为0.42倍，这意味着公司在剔除存货项目后，资产对短期负债的覆盖面临一定压力。整体来看，考虑到公司目前的银行授信额度和未来的现金流入和流出，我们认为公司的资金流动性较弱。

在评估奉化投资集团的流动性时，我们做了以下主要假设：

- 预计2023、2024年度货币资金及短期投资分别为57亿元、58.5亿元；
- 预计2023、2024年度经营活动产生的资金流入分别为3.1亿元、3.4亿元；
- 预计2023、2024年度运营资金流出分别为26亿元、34亿元；
- 预计2023、2024年度短期债务还本付息金额分别为100亿元、105亿元。

## 债项评级

中证鹏元国际向奉化投资集团拟发行的，高级无担保的境外债券授予'BBB+'的债项评级。该债券等同于奉化投资集团的主体信用评级并且未进行任何级别调整。上述债券构成发行人的直接、一般、非次级、无条件及无抵押债务，在任何时候，各份债券彼此之间具有同等地位，且与发行人任何其他现有及未来的非次级及无抵押债务具有同等地位。该债项评级是暂定的，并取决于我们对最终发行文件的审查。

## 公司背景

奉化投资集团成立于2007年，是奉化区重要的开发建设主体，主要业务内容包括工程建设、土地一级开发、房产销售等。公司股东为奉化国资及浙财开发，分别持有公司股份90.1%及9.9%，实际控制人为奉化国资。截至2022年底，奉化投资集团资产规模为651亿元，营业收入为37亿元。



## 评级分数摘要

<b>经营状况</b>	<b>弱</b>
行业和营运风险状况	弱
宏观环境风险	低
<b>财务状况</b>	<b>ccc/ccc-</b>
初步杠杆状况	ccc/ccc-
现金流变动	中性
债务结构和财务制度	中性
财务波动性	中性
投资	中性
最终杠杆状况	ccc/ccc-
盈利水平	弱
<b>指引性信用得分 (ICS)</b>	<b>b-</b>
<b>调整因素</b>	
公司结构和治理	中性
流动性	弱
补充分析	中性
<b>独立个体信用评级 (SACP)</b>	<b>b-</b>
<b>外部支持</b>	
母公司支持	不适用
政府支持	极强
<b>主体评级 (ICR)</b>	<b>BBB+</b>

## 相关评级方法论

[《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）](#)

[《企业财务调整和比率定义》（2018年5月7日）](#)

[《政府相关实体评级方法论》（2018年8月31日）](#)

[《工商企业债项评级方法论》（2022年3月11日）](#)

### 方法论偏差

授予本评级时，评审委员会采用了不同的权重来评估获评级实体的杠杆状况，与我们的《通用工商企业评级方法论》（2018年3月15日）中规定的权重有偏差。评审委员会认为，我们的《通用工商企业方法论》所规定的杠杆比率主要关注现金流杠杆，未能恰当地反映中国地方政府融资平台真正的财务杠杆风险（该风险应从资产负债表杠杆角度进行评估）。债务/EBITDA、EBITDA 利息保障倍数、债务资本比率、经营活动产生资金/债务由 30%、30%、20%、20%的初始权重修正为 25%、25%、50%、0%的权重。

## 免责声明

委托评级——已披露但结果不受影响

中证鹏元国际评级有限公司（“中证鹏元国际”、“鹏元”、“本公司”、“我们”、“我们的”）以既定的方法和符合评级过程的方式发布信用评级和报告。有关政策、程序和方法的更多资料，请参阅本公司网站 [www.cspi-ratings.com](http://www.cspi-ratings.com)。本公司保留在不事先通知的情况下，自行决定修改、更改、删除以及在其网站上发布任何数据的权利。

所有信用评级和报告都适用于免责声明和限制。信用评级不是财务或投资建议，也不能被认为是购买、出售或持有任何证券的建议，并且不能针对/反映任何证券的市场价值。我们认为信用评级的使用方应受过专业培训，有能力独立评估投资和商业决策。

信用评级只针对信用风险。本公司将信用风险定义为被评级对象可能无法履行其到期的合同和/或财务义务的风险。信用评级不能被认为是特定违约概率的事实，也不能作为违约概率的预测指标。信用评级构成了本公司信用评审委员会的前瞻性意见，包括对未来事件的预测，而这些预测在定义上不能作为事实来验证。

为了评级过程的目的，本公司会从我们认为可靠且准确的来源获得足够有质量的事实性资料。我们不会进行审计，也不会对评级过程中使用的任何数据进行尽职调查或第三方校验。发行人及其顾问需对其为评级流程所提供的数据准确性负最终责任。公司查阅了被评级对象或其有连系人士的账目及其他相关内部文件。公司已经根据既定的过程对评级过程中所采用数据的质素进行审查，并且信纳所采用数据的质素。

本公司信用评级的使用方应参考本公司网站上公布的评级符号和定义。等级相同的信用评级可能不能完全反映风险程度上的所有细微差别，因为信用评级是信用风险的相对度量。

本公司不对以任何形式对其提供的任何数据的准确性、及时性或完整性做出任何明示或暗示的保证。在任何情况下，本公司、公司董事、股东、雇员、代表，均不对任何使用本公司发布的数据所造成的的损害、开支、费用或损失承担任何责任。

本公司有权依据任何被本公司视为充分的理由，随时采取任何评级行动，并有权自行决定。信用评级的发布和跟踪取决于是否有足够的资料。

本公司的信用评级可能获得酬金，通常来自发行人、承销商或债务人。公司可根据要求提供费用表资料。

被评级对象参与信用评级过程。已向被评级对象或其有连系人士披露有关信用评级，以及在作出上述披露后，信用评级结果在发布前不曾作修订。

本公司保留其在本公司网站、公司的社交媒体页面和授权第三方发布信用评级和报告的权利。未经本公司事先书面同意，不得以任何方式修改、复制、转载、传播或篡改本公司发布的任何内容。

本公司的信用评级和报告并非给处在使用此信用评级和报告可能构成违法的管辖区内的任何人传播或使用。如有疑问，请咨询相关的监管机构或专业顾问，以确保遵守适用的法律法规。

由于本公司信用评级和报告产生或与其相关的任何争议，本公司有权自行决定与争议解决相关的所有事宜，包括但不限于免责声明和政策的解读。

2023 版权所有©中证鹏元国际评级有限公司保留所有权利。