

宁波热电股份有限公司

2013 年公司债券 2019 年跟踪  
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告  
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核  
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组  
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购  
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评  
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信  
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化  
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

## 宁波热电股份有限公司 2013 年公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：  
中鹏信评【2019】跟踪第  
【14】号 01

债券简称：13 甬热电  
增信方式：保证担保  
担保主体：宁波开发投资  
集团有限公司  
债券剩余规模：1.87 亿元  
债券到期日期：  
2020 年 04 月 15 日

债券偿还方式：  
按年付息，附存续期第五  
年末公司上调票面利率  
选择权和投资者回售选  
择权

### 分析师

姓名：  
阮航 汪永乐

电话：  
0755-82870012

邮箱：  
ruanh@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元  
资信评估股份有限公司  
公司债券评级方法，该评  
级方法已披露于公司官  
方网站。

中证鹏元资信评估股份  
有限公司

地址：深圳市深南大道  
7008 号阳光高尔夫大厦 3  
楼

电话：0755-82872897

网址：  
[www.cspengyuan.com](http://www.cspengyuan.com)

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 04 月 15 日	2018 年 05 月 10 日

### 评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对宁波热电股份有限公司（以下简称“宁波热电”或“公司”，股票代码“600982.SH”）及其 2013 年 4 月 15 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司热电联产业务具有区域垄断性，浙江省淘汰热力小产能为公司发展提供了良好的外部环境，公司热电联产业务规模存在大幅增长的可能，并且宁波开发投资集团有限公司（以下简称“宁波开投”）提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。同时中证鹏元也关注到公司主营业务盈利能力不强，关联方采购占比偏高，有息债务增速较快，短期偿债压力加大，经营活动现金流表现有所趋弱，面临一定的资金压力，应收融资租赁款存在一定的坏账风险等风险因素。

### 正面：

- 公司热电联产业务具有区域垄断性，浙江省淘汰热力小产能为公司发展提供了良好的外部环境。公司系宁波市国有控股的上市热电联产企业，热电联产业务具有区域垄断性，截至 2018 年末，公司设计供热能力和电力装机容量分别为 1,050 吨/小时和 13.86 万千瓦。浙江省将全面淘汰 10 吨/小时及以下燃煤锅炉，到 2020 年完成 856 台 35 吨/小时以下燃煤锅炉的淘汰，有利于具有规模优势的热电联产企业。
- 公司热电联产业务规模存在大幅增长的可能。公司正在推进重大资产重组，2019 年 3 月 27 日已获中国证监会并购重组委有条件通过；若重组成功，公司控股的电

力装机和蒸汽产能将分别增加 23.28 万千瓦和 400.00 吨/小时，比 2018 年末公司电力装机和蒸汽产能提升 167.94%和 38.10%；截至 2018 年末，公司主要在建及拟建热电项目计划总投资 29.45 亿元，项目储备充足，未来将逐步扩大热电业务规模及供热范围。

- **宁波开投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。**经中证鹏元综合评定，宁波开投 2018 年主体长期信用等级为 AA+，其提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

### 关注：

- **公司主营业务盈利能力不强，2019 年盈利水平可能存在一定的波动。**2018 年公司投资收益和公允价值变动收益占利润总额的比重达 83.27%；公司电力、期货投资、商品贸易业务整体盈利能力有限且改善空间不大，对投资收益贡献最大的股票投资部分平仓后账面规模大幅减少，2019 年公司利润可能存在一定的波动。
- **关联方采购占比偏高。**2018 年公司采购商品、接受劳务的关联交易发生额为 3.14 亿元，占当期营业成本的 20.69%，其中热电联产业务营业成本中关联方采购煤炭、蒸汽金额占比达 48.03%，需关注公司关联交易相关风险。
- **有息债务增速较快，短期偿债压力加大。**截至 2018 年末，公司有息债务规模为 16.39 亿元，同比增长 29.87%；其中短期有息债务金额为 13.39 亿元，同比增长 52.94%，占有息债务的比重达 81.71%，短期偿债压力加大。
- **经营活动现金流表现有所趋弱，面临一定的资金压力。**受期货投资和商品贸易业务模式等因素影响，2018 年公司经营活动现金净流入 1,791.99 万元，同比减少 90.40%。截至 2018 年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资 25.97 亿元，公司经营活动现金净流入规模有限，难以满足投资需求，面临一定的资金压力。
- **融资租赁业务集中度较高，应收融资租赁款存在一定的坏账风险。**公司融资租赁业务规模较大，2018 年末应收融资租赁款账面价值（含一年内到期部分）8.26 亿元，占公司总资产比重达 17.12%；融资租赁业务客户集中度、行业集中度和民营企业占比均较高，部分客户近年存在环保、消防等行政处罚，客户信用风险的变化可能导致公司出现坏账风险。

### 公司主要财务指标：

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产（万元）	482,228.96	433,994.45	347,179.01

归属于母公司所有者权益合计(万元)	255,125.02	250,760.90	241,977.27
有息债务(万元)	163,850.47	126,160.27	48,326.24
资产负债率	41.10%	37.36%	25.17%
流动比率	1.97	2.28	3.95
速动比率	1.83	2.14	3.46
营业收入(万元)	174,100.14	155,782.61	121,302.11
投资收益(万元)	16,704.02	9,985.16	6,001.09
营业利润(万元)	21,684.65	13,993.06	11,041.13
净利润(万元)	17,149.96	10,873.63	9,515.66
综合毛利率	12.99%	14.01%	16.65%
总资产回报率	5.70%	4.34%	4.24%
EBITDA(万元)	34,266.11	25,209.12	23,013.01
EBITDA 利息保障倍数	8.89	10.83	13.11
经营活动现金流净额(万元)	1,791.99	18,663.24	-6,375.39

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，2017 年数据采用 2018 年审计报告期初数，中证鹏元整理

#### 担保方主要财务指标：

项目	2018 年 9 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产(万元)	4,968,250.93	4,507,427.69	3,902,752.36	3,682,666.90
归属于母公司所有者权益(万元)	1,384,272.13	1,228,486.89	1,075,768.28	971,926.79
资产负债率	64.97%	64.68%	63.07%	63.97%
营业收入(万元)	461,994.71	612,357.22	639,334.67	890,933.84
净利润(万元)	112,088.50	98,318.41	67,251.09	54,510.98
经营活动现金流净额(万元)	-7,872.27	-5,876.37	165,789.89	-209,735.33

资料来源：宁波开投 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

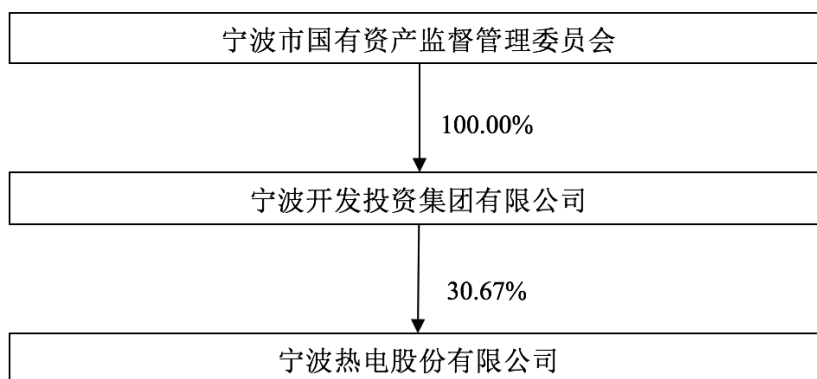
## 一、本期债券募集资金使用情况

公司于2013年4月15日发行了7年期3亿元公司债券，募集资金拟用于偿还银行借款和补充流动资金。截至2019年3月末，本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 二、发行主体概况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2018年末，公司注册资本及实收资本仍为74,693.00万元，控股股东仍为宁波开投，持股比例为30.67%，公司实际控制人仍为宁波市国有资产监督管理委员会（以下简称“宁波国资委”）。

**图 1 截至 2018 年末公司产权及控制关系**



资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

### 公司正在推进重大资产重组，已获有条件通过

公司正在推进重大资产重组<sup>1</sup>。公司拟以发行股份的方式购买宁波开投持有的宁波溪口抽水蓄能电站有限公司（以下简称“溪口水电”）51.49%股权以及宁波开投全资子公司宁波能源集团有限公司（以下简称“能源集团”）持有的宁波科丰燃机热电有限公司（以下简称“科丰热电”）98.93%股权、宁波明州热电有限公司（以下简称“明州热电”）100%股权、宁波久丰热电有限公司（以下简称“久丰热电”）40%股权、宁波市热力有限公司（以下简称“宁波热力”）100%股权、宁波宁电海运有限公司（以下简称“宁电海运”）100%股权（以下简称“本次重组”）。预计本次重组完成后，公司将持有溪口水电51.49%股权、科丰热电98.93%股权、明州热电100%股权、久丰热电40%股权、宁波热力100%股权、宁电海运100%股权。2019年3月27日，公司本次重组获有条件通过。

<sup>1</sup> 标的资产在最近一个会计年度所产生的营业收入占公司同期经审计的合并财务会计报告营业收入的比例达到 50%以上，构成重大资产重组。

本次重组构成关联交易。本次重组交易对手之一宁波开投为公司控股股东，另一交易对手能源集团为宁波开投全资子公司，均构成关联交易。截至2018年7月31日，本次重组标的资产的预估值合计约为11.39亿元。公司拟向宁波开投和能源集团分别发行约5,620.53万股股份和27,694.93万股股份，预计本次重组完成后宁波开投和能源集团将持有公司26.41%和25.64%股份，宁波开投直接和间接合计持有公司52.06%股份，仍为公司控股股东，宁波国资委仍为公司的实际控制人，公司的控股股东、实际控制人不会发生变更。

若本次重组成功，公司资本实力将显著提升。若本次重组完成后，2018年公司总资产、归属于母公司股东的权益、营业收入、归属于母公司所有者净利润的备考数据分别为66.26亿元、32.10亿元、26.41亿元和2.29亿元，较本次重组前分别增长37.41%、25.83%、51.67%和48.07%。

中证鹏元也关注到，截至2019年3月末，公司发行股份购买资产仅获得中国证监会并购重组委有条件通过，本次重组仍存在被暂停、终止或取消的风险。标的资产经营业绩易受国家电力调度政策、上网价格、燃料价格等多方面因素的影响，且部分标的公司第一大客户销售比例、第一大供应商采购比例超过50%，集中度较高。同时，标的资产存在较大幅度的增值，且部分土地、房产未取得权属证明，需关注标的资产减值风险；标的公司资产负债率较高、流动比率较低，面临较大的资金压力和偿债压力。

跟踪期内公司董事长、部分董事及高管辞职。根据2018年9月7日公司公布的《宁波热电股份有限公司关于公司董事、高管辞职的公告》，吕建伟先生因工作原因辞去公司第六届董事会董事、董事长职务，余斌先生因工作原因辞去公司第六届董事会董事、战略委员会委员及薪酬与考核委员会委员职务，沙纪良先生因工作原因辞去公司第六届董事会职工董事和公司副总经理职务，顾国银先生因工作原因辞去公司副总经理职务。以上人事变动未影响到公司董事会和公司经营工作正常运作。

2018年公司新设3家子公司，截至2018年末，纳入公司合并范围的子公司增至13家，明细如附录五所示。

**表 1 2018 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

**跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况**

时间	子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
2018.03	丰城宁能生物质发电有限公司	100%	13,100	生物质发电	新设
2018.09	常德津市宁能热电有限公司	100%	16,800	热电联产	新设
2018.12	望江宁能热电有限公司	100%	16,300	热电联产	新设

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 三、运营环境

### 热电联产行业具有区域垄断性，发展前景较好；浙江省淘汰热力小产能，有利于具有规模优势的热电联产企业

热电联产行业具有一定的增长空间。根据国家发改委编制的《2010年热电联产发展规划及2020年远景发展目标》，预计到2020年，热电联产机组将占全国发电总装机容量的22%，在火电机组中的比例将达37%左右。中国电力企业联合会（以下简称“中电联”）和GlobalData的数据显示，截至2018年末，我国热电联产装机容量为347.6GW，占当期发电总装机和火电装机容量的比重分别为18.30%和30.39%。根据国家发改委、环境保护部和国家能源局公布的《关于印发《煤电节能减排升级与改造行动计划（2014-2020年）》的通知》发改能源[2014]2093号，2020年燃煤热电机组装机容量占煤电总装机容量比重力争达到28%。

热电联产行业具有区域垄断性和公益属性，亦会受覆盖区域经济发展状况和产业结构等因素影响。热电联产主要遵循“以热定电”为原则，一般情况下热电联产企业在所在城市或区域都有较为明确的供热范围；根据2016年3月国家发改委公布的《热电联产管理办法》，以热水和蒸汽为供热介质的热电联产机组，供热半径一般分别按20公里和10公里考虑，供热范围内原则上不再另行规划建设抽凝热电联产机组或其他热源点。但中证鹏元也关注到，实务中部分热电联产项目属于调峰机组，发电利用小时数一定程度受当地规划限制，企业议价能力较小，同时受供热半径的限制，易受区域经济发展等因素影响。

浙江省淘汰热力小产能，有利于具有规模优势的热电联产企业。浙江省将全面淘汰10吨/小时及以下燃煤锅炉，到2020年完成856台35吨/小时以下燃煤锅（窑）炉的淘汰，其中宁波市将于2018-2020年分别淘汰35吨/小时以下锅炉12台、42台和12台。浙江省30万千瓦及以上热电联产电厂供热半径15公里范围内的燃煤锅炉实现关停整合，县级及以上城市建成区不再新建35吨/小时以下高污染燃料锅炉；未来将扩大集中供热覆盖面，具备集中供热条件的工业园区全部实现集中供热。

浙江省电力市场化改革持续推进将使发电企业竞争加剧。根据中电联数据显示，2018年浙江省电力市场交易电量规模1,470亿千瓦时，约占浙江省全社会用电量的32.43%，省间市场交易电量（外受电量）规模478亿千瓦时。考虑到减轻用电企业负担的政策导向，未来售电价格存在下行压力，中证鹏元预计在电力市场价格竞争机制作用下，发电企业竞争将加剧。

**表 2 近年浙江省热电行业相关政策和文件**

时间	部门	文件名称	主要内容
2018年1月	浙江发改委、浙江省	《浙江省发展改革委浙江省能源局关于下达	为保障供热需要，非统调燃煤热电联产机组实行“以热定电”电量优先发电。



	能源局	2018 年度浙江省统调电厂发电计划的通知》浙发改能源[2017]1047 号	
2018 年 1 月	浙江发改委	《省发展改革委关于印发《浙江省电力体制改革综合试点方案》相关专项方案的通知》浙发改能源[2017]862 号	2017 年浙江省进一步扩大直接交易规模,参与的发用电企业达 5.8 万家,交易电量达 930 亿千瓦时,约占浙江省全社会用电量四分之一;未来计划以 2019 年和 2022 年为时间节点,分初期、中期和目标市场三个阶段建设浙江电力市场。
2018 年 3 月	浙江省环境保护厅、浙江发改委	《浙江省生态环境保护“十三五”规划重点任务分工方案》浙环函[2018]28 号	2018 年 6 月 30 日前,全省范围内 65 蒸吨/小时以上(不含 65 蒸吨/小时,层燃炉、抛煤机炉除外)工业锅炉的烟气达到超低排放限值。禁止新建 20 蒸吨/小时以下的高污染燃料锅炉。
2018 年 5 月	浙江省物价局	《浙江省物价局关于调整天然气发电机组上网电价的通知》浙价资[2018]65 号	天然气发电机组电量电价每千瓦时提高 0.021 元(含税,下同)。调整后,9F、6F 机组电量电价为每千瓦时 0.528 元,9E、6B 机组为每千瓦时 0.588 元;容量电价不作调整。
2018 年 5 月	浙江省物价局	《关于提高非居民用天然气门站价格的通知》浙价资[2018]63 号	向除华电杭州半山发电有限公司外的其他天然气发电企业销售天然气的门站价格从每立方米 2.21 元调整为 2.31 元。
2018 年 6 月	国务院	《国务院关于印发打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》(国发[2018]22 号)	原则上不再新建天然气热电联产。 2020 年底前,重点区域 30 万千瓦及以上热电联产电厂供热半径 15 公里范围内的燃煤锅炉和落后燃煤小热电全部关停整合。
2018 年 9 月	浙江省人民政府	《浙江省打赢蓝天保卫战三年行动计划》浙政发[2018]35 号	在具备资源条件的地方,鼓励发展县域生物质热电联产。 原则上不再新建天然气热电联产。 2020 年底前,30 万千瓦及以上热电联产电厂供热半径 15 公里范围内的燃煤锅炉和落后燃煤小热电全部关停整合。
2018 年 10 月	浙江发改委	《浙江省进一步加强能源“双控”推动高质量发展实施方案(2018-2020 年)》浙发改能源[2018]491 号	全面淘汰 10 蒸吨/小时及以下燃煤锅炉,到 2020 年完成 856 台 35 蒸吨/小时以下燃煤锅(窑)炉的淘汰。 地方公用热电严格按“以热定电”原则安排发电计划,每家热电企业最多保留 1 台抽凝热发电机组。压减自备电厂发电用煤,逐步将全省现有抽凝自备燃煤发电机组改造为背压供热机组,2020 年底前,每家企业最多保留 1 台燃煤抽凝自备热发电机组。全省 30 万千瓦及以上热电联产电厂供热半径 15 公里范围内的燃煤锅炉实现关停整合。 争取增量气源,提高天然气机组发电量;进一步加大上游管道气和 LNG 资源组织力度,保障发电用气需求。
2018 年 10 月	浙江发改委	《浙江省发展改革委关于调整天然气发电机组上网电价的通知》浙发改价格[2018]529 号	2018 年 10 月 1 日至 12 月 31 日期间,天然气发电机组电量电价在现行基础上暂按每千瓦时提高 0.202 元(含税,下同)执行。调整后,该期间 9F、6F 机组电量电价为每千瓦时 0.73 元,9E、6B 机组为每千瓦时 0.79 元。
2018 年 10 月	浙江发改委	《关于提高非居民用天然气门站价格的通知》[2018]528 号	向除华电杭州半山发电有限公司外的其他天然气发电企业销售天然气的门站价格从每立方米 2.31 元调整为 3.27 元。执行时间为 2018 年 10 月 1 日至 2018 年 12 月 31 日。
2018 年	国家能源局	《国家能源局综合司关	试点地区原则上应于 2019 年 6 月底前开展现货

11月		于健全完善电力现货市场建设试点工作机制的通知》国能综通法改[2018]164号	试点模拟试运行。(包括浙江省)
2019年2月	浙江发改委	《关于公开征求《浙江省售电市场交易基本规则(征求意见稿)》意见的公告》	规范浙江直接交易试点售电市场交易。

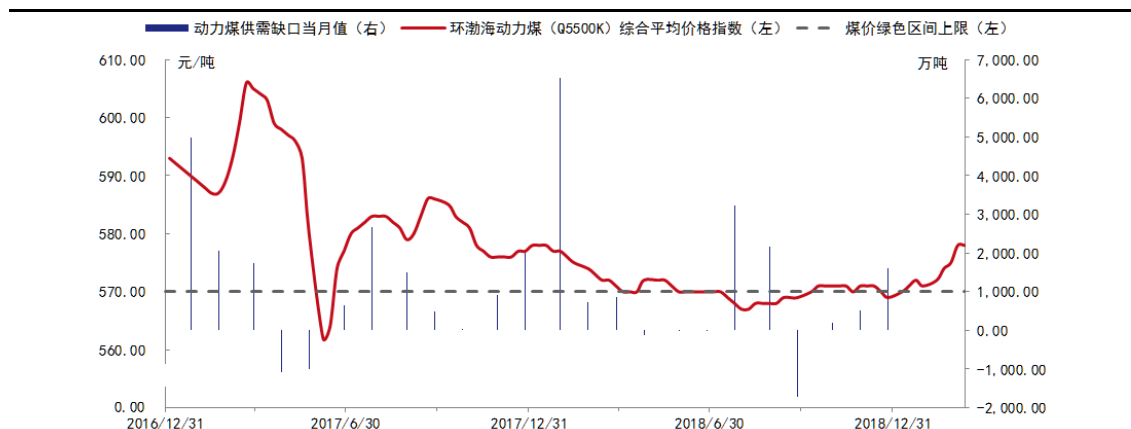
注：浙价资[2018]63号中包含公司6B天然气机组，装机容量5.462万千瓦，容量电价470元/千瓦·年，电量电价0.588元/千瓦时(含税)。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 煤炭和天然气供应均偏紧，成本控制难度加大，热电联产企业盈利水平存在下滑风险

煤炭供需紧平衡，价格维持高位。在去产能、环保以及安监等多重监管压力下，国内煤炭产能释放仍受到一定抑制，根据国家统计局和Wind数据显示，2018年我国煤炭开采和洗选业产能利用率为70.6%，2018年末动力煤供需累计缺口为13.915.73万吨，同比下滑7.36%，煤炭整体供应仍偏紧。煤炭中长期合同兑现监管力度加大对煤炭稳价保供起到较好的作用，2018年环渤海动力煤价格指数维持在每吨567元至578元之间，与绿色价格区间(500~570元/吨)偏离不大，整体价格仍维持较高水平。

图2 煤炭供需紧平衡，价格仍维持高位



注：2019年1-3月动力煤供需缺口数据暂未披露。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

中证鹏元预计2019年去产能、稳煤价仍是煤炭行业监管重点，市场供需将保持紧平衡状态，煤炭价格维持较高水平但总体控制在绿色区间。目前热力出厂价格与煤炭价格联动一定程度可以规避煤炭价格波动对供热业务利润的影响；但燃煤热电联产发电机组上网电价上调压力大，煤炭价格保持高位将加大煤电业务成本控制难度，煤电业务盈利能力存在下滑风险。

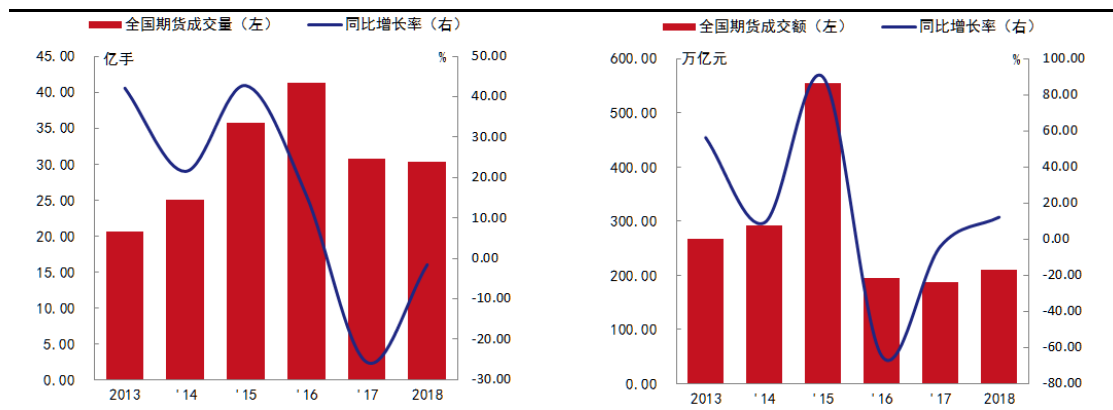
中证鹏元也关注到，浙江省天然气热电联产项目面临较大的经营压力。受煤改气、天然气“县县通”等因素影响，浙江省天然气需求快速增长，根据浙江发改委数据显示，2018

年浙江省天然气消费量达135亿方，同比增长28%；但天然气资源供需偏紧推动价格高企，且天然气发电机组上网电价增幅不及成本涨幅（详情参见表2），2018年1-11月浙江省电厂用气29.4亿方，同比减少3%。2018年9月起，浙江省原则上不再新建天然气热电联产项目，未来将以争取增量气源、提升现有天然气机组发电能力为主；预计2019年天然气供应压力改善空间有限，天然气热电联产项目盈利水平可能受到削弱。

### 2018年我国期货市场景气度仍较低迷，期货投资存在一定的风险管理难度和投资风险

根据中国期货业协会发布的数据，2018年期货交易量和成交额分别为302,886.53万手和210.82万亿元，增速分别为-1.54%和12.20%，期货市场景气度企稳但仍较低迷，主要商品期货品种需求未见明显改善。从2018年全年成交额的集中度来看，前十大品种累计成交总额占全国份额的57.16%，较上年下滑4.10个百分点，交易集中度仍较高，存在一定的非系统性风险；同时考虑到我国期货市场受宏观经济状况和国际期货市场行情等多种因素影响，期货投资存在一定的风险管理难度和投资风险。

图3 2018年我国期货市场景气度仍较低迷



资料来源：中国期货业协会，中证鹏元整理

### 区域经济实力较强，为热电企业发展奠定了坚实基础，但2018年宁波市北仑区工业增速放缓，电力需求增长乏力

宁波市是浙江省副省级市、计划单列市，拥有大型港口的新一线城市，具有较强的综合经济实力。2018年宁波市全市实现地区生产总值10,746.0亿元，同比增长7.0%。其中，第一产业增加值306.0亿元，同比增长2.2%；第二产业增加值5,508.0亿元，同比增长7.9%；第三产业增加值4,932.0亿元，增长8.1%。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为132,603元。宁波市经济实力较强，发展增速保持良好，产业发展基本稳定。

宁波市北仑区工业增速放缓，电力需求增长乏力。根据北仑区国民经济和社会发展统计公报，2018年北仑区（包括宁波保税区和太湖开发区，下同）和本级实现地区生产总值

(GDP)分别为1,618.39亿元和1,146.46亿元，按可比价计算，分别同比增长7.1%和7.5%，较上年分别下滑3.0个百分点和1.8个百分点。2018年北仑区工业增加值和规模以上工业企业实现工业总产值增速均较上年有所下滑，其中本级重工业产值增速下滑达10.5个百分点。根据宁波市统计局数据显示，2018年北仑区全社会用电量154.3亿千瓦时，同比增长4.1%，较上年下滑8.4个百分点，低于同期宁波市全社会用电增速5.2个百分点；北仑区本级规模以上电力热力燃气生产和供应业产值133.63亿元，同比增长3.1%。北仑区工业增速和电力需求存在一定的波动，将加大当地热电联产企业经营压力，未来热电业务盈利水平可能有所波动。

**表 3 2017-2018 年宁波市北仑区主要经济指标（单位：亿元）**

项目	2018 年		2017 年	
	金额	增长率	金额	增长率
全区地区生产总值	1,618.39	7.1%	1,405.47	10.1%
本级地区生产总值	1,146.46	7.5%	1,016.96	9.3%
全区工业增加值	919.21	5.7%	791.78	10.6%
本级工业增加值	659.62	7.2%	574.75	10.7%
全区规模以上工业企业总产值	4,103.40	9.7%	3,750.02	21.7%
本级规模以上工业企业总产值	3,125.04	10.2%	2,846.20	18.7%
其中：轻工业产值	604.48	11.9%	526.98	12.3%
重工业产值	2,520.56	9.8%	2,319.21	20.3%
电力热力燃气生产和供应业产值	133.63	3.1%	-	-

资料来源：2017-2018 年北仑区国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

## 四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务未发生重大变化，仍然主要从事宁波市范围内的热电供应、期货投资等业务。商品贸易和蒸汽业务等收入扩大带动公司营业收入保持增长，2018年公司实现营业收入174,100.14万元，同比增长11.76%；公司商品贸易收入主要是为配合期货投资而产生。从收入结构来看，2018年商品贸易业务收入和热电联产业务收入占营业收入比重分别为49.67%和45.80%，较上年变化不大。受益于融资租赁业务快速发展，2018年公司其他业务收入大幅增长，对公司利润形成一定的补充。

毛利率方面，受毛利率较低的商品贸易业务占比有所提升等因素影响，2018年公司综合毛利率下滑至12.99%，同比降低1.02个百分点。

**表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
----	--------	--------

	金额	毛利率	金额	毛利率
商品贸易	86,475.64	2.22%	73,756.76	4.82%
蒸汽	70,024.38	18.18%	65,229.95	19.31%
电力	9,712.68	22.92%	11,073.64	17.71%
管网费	386.97	100.00%	355.54	100.00%
其他业务	7,500.47	71.35%	5,366.72	62.63%
<b>合计</b>	<b>174,100.14</b>	<b>12.99%</b>	<b>155,782.61</b>	<b>14.01%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### （一）热电联产

公司热电联产业务具有区域垄断性，2018年公司蒸汽自给能力有所提升，蒸汽业务收入持续增长，但电力业务收入规模有所萎缩

公司主要从事宁波市范围内的热电联产业务，在向区域内供热的同时，利用蒸汽余热进行发电，以提升综合效益。供热方面，供热范围内一般不重复规划热源点和铺设供热管网，因而公司热电联产业务具有一定的区域垄断性。2018年公司的供热区域较上年未发生重大变化，公司主要向北仑区、金西经济开发区、黄家埠等地区企业进行供热，设计供热能力为1,050吨/小时，跟踪期内子公司宁波光耀热电有限公司（以下简称“光耀热电”）等公司供热能力均未发生变化。

公司下游蒸汽需求量小幅增长，蒸汽自给能力有所提升。2018年公司完成蒸汽销售量385.30万吨，同比增长2.16%。金华金西经济开发区热电联产项目（以下简称“金西项目”）和光耀热电蒸汽产能持续释放，2018年公司自产蒸汽产量和销量分别为162.18万吨和154.23万吨，分别同比增长11.96%和11.10%，致使公司外购蒸汽量占比下降至59.97%，同比下降3.22个百分点；公司外购蒸汽采用利润率价差方式控制采购成本，并按月结算。2018年天然气供应偏紧、区域热力需求不足致使春晓项目负荷不足，蒸汽销量及产能利用率均有所降低，预计2019年天然气供应压力难以明显改善，短期内春晓项目盈利水平改善空间有限。

表 5 公司自有蒸汽销售和产能利用情况（单位：万吨）

项目	2018 年		2017 年	
	蒸汽销量	产能利用率	蒸汽销量	产能利用率
光耀热电	77.02	48.82%	64.67	38.53%
春晓项目	9.17	28.66%	11.33	35.42%
金西项目	67.70	42.30%	61.20	38.20%

注：产能利用率=全年蒸汽销售量/全年对外最大供气量；全年对外最大供气量小于设计供热能力；因公司统计原因，上表蒸汽销量合计数与表 6 数据略有差异。

资料来源：公司提供

蒸汽业务收入保持增长，毛利率略有下滑。定价方面，2018年公司与下游蒸汽需求客户之间仍然沿用原有的定价政策，在基本热价的基础上采用分段计算的“煤热联动”方案，在煤炭价格变化5元/吨的情况下，供气价格相应增减0.8-1.2元/吨。虽然2018年蒸汽销售量仅小幅增长，但蒸汽采购价格上涨及煤炭价格高位运行，公司终端供热价格有所增长，全年蒸汽业务收入7.00亿元，同比增长7.35%；但由于部分需求量较大的蒸汽客户具备一定的议价能力，煤炭价格持续保持高位运行仍会对蒸汽业务盈利能力产生一定的影响。从毛利率来看，受煤炭价格上涨以及宁波北仑春晓天然气热电联产项目（简称“春晓项目”）负荷不足等因素影响，公司2018年蒸汽销售毛利率同比下降1.13个百分点至18.18%。

**表 6 公司热电联产业务概况**

项目	单位	2018年	2017年	同比增长率
蒸汽销售量	万吨	385.30	377.15	2.16%
其中：外购蒸汽量	万吨	231.07	238.32	-3.04%
可控装机容量	兆瓦	138.62	138.62	0.00%
发电量	亿千瓦时	2.19	2.52	-13.10%
上网电量	亿千瓦时	1.69	2.03	-16.75%
发电利用小时	小时	1,581.47	2,063.52	-23.36%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司电力业务收入规模有所萎缩。公司热电联产机组对外供热同时，利用余热发电，所发电量并入宁波电网，截至2018年末公司装机容量合计13.86万千瓦，与上年持平。2018年天然气供应偏紧、区域热力需求不足致使春晓项目负荷不足，光耀热电因设备老化、煤炭耗用量较高，煤炭价格高企致使公司主动调减一定的发电量，综合影响下2018年公司发电利用小时数降至1,581.47小时，同比下滑23.36%；公司实现电力收入9,712.68万元，同比减少12.29%，完成发电量和总上网电量分别为2.19亿千瓦时和1.69亿千瓦时，分别同比减少13.10%和16.75%；光耀热电一台机组进行抽改背改造后，2019年将以2台背压式机组（热电比调节能力弱）为主，1台抽凝式机组为备用，该项目发电收入增长空间较小。由于毛利率相对较低的光耀热电和春晓项目发电收入占比下滑，2018年公司电力业务毛利率为22.92%，同比增长5.21个百分点。预计2019年煤炭、天然气价格及上网电价难以明显改善，成本控制难度加大，公司电力业务盈利能力改善空间有限。

**表 7 2018 年末公司电力业务情况（单位：万千瓦、亿千瓦时、小时、亿元）**

企业名称	装机容量	2018年				2017年			
		发电量	售电量	利用小时数	收入	发电量	售电量	利用小时数	收入
光耀热电	5.40	0.92	0.63	1,714.00	0.28	1.22	0.94	2,242.00	0.41

春晓项目	5.46	0.27	0.26	515.60	0.35	0.41	0.40	706.00	0.42
金西项目	3.00	1.00	0.80	6,694.00	0.34	0.89	0.69	5,906.00	0.28
<b>合计</b>	<b>13.86</b>	<b>2.19</b>	<b>1.69</b>	<b>1,581.47</b>	<b>0.97</b>	<b>2.52</b>	<b>2.03</b>	<b>2,063.52</b>	<b>1.11</b>

资料来源：公司提供

### 公司煤炭采购成本有所提升，关联方采购占比偏高

公司煤炭采购成本有所提升。2018年公司燃煤热电联产项目煤炭采购总量和采购总额分为32.27万吨和2.21亿元，分别同比增长4.74%和7.82%；煤炭平均采购单价为每吨685.88元，同比增长2.94%，公司热电联产业务经营压力有所加大。

**表 8 公司煤炭采购情况（单位：万吨、万元）**

项目	2018 年		2017 年	
	煤炭采购量	煤炭采购额	煤炭采购量	煤炭采购额
光耀热电	19.47	14,122.43	19.21	13,388.30
金西项目	12.80	8,010.80	11.60	7,139.50
<b>合计</b>	<b>32.27</b>	<b>22,133.23</b>	<b>30.81</b>	<b>20,527.80</b>

资料来源：公司提供

中证鹏元也关注到，公司关联方采购占比偏高。为控制成本及解决同业竞争等原因，公司存在购销商品、提供和接受劳务的关联交易，以及关联受托管理，主要涉及公司热电联产相关业务。2018年公司采购商品、接受劳务的关联交易发生额为31,350.05万元，占当期营业成本20.69%，其中公司热电联产业务中关联方采购煤炭、蒸汽金额占比达48.03%。公司目前推行的重大资产重组若成功，将部分解决宁波开投与公司之间的同业竞争；但由于重组标的资产与公司属于同一控制人，重组后公司关联方交易发生额存在增长的可能，需持续关注公司关联交易相关风险。

**表 9 公司购销商品、提供和接受劳务的关联交易以及关联受托管理情况（单位：万元）**

类型	关联方名称	交易内容	2018 年发生额	2017 年发生额
采购商品、接受劳务	宁波能源集团物资配送有限公司	采购煤炭	20,500.46	10,385.58
	国电浙江北仑第三发电有限公司	采购蒸汽	10,615.37	8,031.17
	其他	其他	234.22	93.16
	<b>合计</b>	-	<b>31,350.05</b>	<b>18,509.91</b>
销售商品、提供劳务	宁波宝新不锈钢有限公司	销售蒸汽	1,622.56	1,624.58
	<b>合计</b>	-	<b>1,622.56</b>	<b>1,624.58</b>
受托管理	宁波开发投资集团有限公司	能源类资产管理费	749.32	456.97

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

### 若公司本次重组成功，热电业务规模将大幅增加

若本次重组成功，将大幅增加公司热电业务规模。拟收购的标的资产明州热电、科丰热电及久丰热电主要从事热电联产业务，宁波热力主要从事管网供气业务，溪口水电主要

从事抽水蓄能发电业务，宁电海运主要从事水上运输业务；若重组完成，公司控股的电力装机和蒸汽产能将分别增加23.28万千瓦和400.00吨/小时，较2018年末公司电力装机和蒸汽产能提升167.94%和38.10%，同时公司同业竞争问题得到部分解决，业务更加多元化。

根据2017年5月27日公司公布的《宁波热电股份有限公司关于受托管理控股股东能源类资产的进展公告》，公司与宁波开投签订了《委托管理运营服务协议》，并收到了宁波开投出具的《关于参股企业董事、监事、高级管理人员委派事宜的承诺》，宁波开投委托公司运营其能源类资产，2018年公司已获得托管收入749.32万元（不含税）。根据2019年3月5日，公司公布的《宁波热电股份有限公司关于《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》（182204号）的回复报告》，除本次重组标的资产外，公司与控股股东控制的部分企业仍存在同业竞争，宁波开投出具了《关于避免同业竞争的承诺》，在公司受托运营管理基础上，宁波开投拟在本次重组完成后3年内，将未纳入本次重组范围的且与公司存在相同、相似业务的企业以合法方式置入上市公司、转让予无关联的第三方或终止相关业务。

**公司在建及拟建热电联产项目较多，有利于扩大热电联产业务规模及供热范围，但项目资金需求较大，面临一定的资金压力，且需关注投产后项目运营及产能消化情况**

近年来公司逐步加大主业基础，拓展供热范围，增设热源点，提高蒸汽自给能力。截至2018年末，金西项目已竣工，主要在建的项目为春晓项目和丰城生物质发电项目（以下简称“丰城项目”）。公司拟建项目为望江热电联产项目（以下简称“望江项目”）、津市热电联产项目（以下简称“津市项目”）。

截至2018年末，公司主要在建及拟建热电联产项目计划总投资29.45亿元，项目储备充足，随着项目建设进程的推进，未来将逐步扩大公司热电联产业务规模及供热范围；考虑到公司理财产品、国债逆回购等金融资产总规模达13.51亿元，但主要在建及拟建项目尚需投资25.97亿元，仍然面临一定的资金压力。同时丰城项目、望江项目、津市项目计划运营期限均较长，需持续关注投产后项目运营及产能消化情况。

**表 10 截至 2018 年末公司主要在建及拟建项目情况（单位：万元）**

项目	项目进度	项目总投资	已投资	尚需投资
宁波北仑春晓天然气热电联产项目	总设计 1 台 6B 和 2 台 6F 级燃气-蒸汽联合循环热电联产机组，6B 机组已投产，2 台 6F 机组尚未启动建设。	146,244.94	34,762.42	111,482.52
丰城生物质发电项目	总装机规模 30MW，选用 2 台 65t/h 生物质锅炉，2 台 15MW 抽凝式汽轮发电机组。选址位于江西省丰城市循环经济产业园区。	43,655.00	38.87	43,616.13
望江热电联产项目	总装机规模 30MW，选用 3 台 130t/h	48,788.00	0.00	48,788.00



	高温高压循环流化床锅炉，2台15MW背压式汽轮发电机组。选址位于安徽省望江县经济开发区内。			
津市热电联产项目	总装机规模30MW，选用3台130t/h高温高压循环流化床锅炉，2台15MW背压式汽轮发电机组及配套设施。选址位于湖南省津市市高新区供热中心区域。	55,830.00	0.00	55,830.00
<b>合计</b>	-	<b>294,517.94</b>	<b>34,801.29</b>	<b>259,716.65</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）商品贸易及金融投资

### 2018年期货投资与商品贸易对营业利润的综合贡献有所下滑，盈利改善空间不大

近年公司金融贸易业务持续发展，所投资范围较广，主要包括两大类，一是期货投资以及期货投资所衍生的现货商品贸易，二是股票、可转债以及银行理财产品的投资。公司期货投资业务主要通过子公司宁波宁电投资发展有限公司（以下简称“宁电投资”）以期现套利、跨期套利和跨市套利等方式开展。业务模式上较上年无变化，公司考察某一大宗商品后，同时交易期货和现货，之后公司可通过期货平仓或现货交割获利，从而使期货投资业务与商品贸易业务互相匹配<sup>2</sup>，锁定期现价差，赚取利润。

2018年期货投资与商品贸易对营业利润的综合贡献<sup>3</sup>由2017年的3,971.70万元下降至2,669.01万元，同比下降32.80%，主要系账面不体现现货浮动盈利，2016年末较大规模的期货浮动亏损于2017年交割后对冲，2017年末期货业务浮盈，对2018年的利润表现影响较小。2018年期货投资、商品贸易对营业利润的综合贡献与商品贸易业务收入之比仅为3.09%，同比下降2.30个百分点，公司期货投资与商品贸易业务配合的整体盈利能力仍有限。考虑到2018年末公司尚存期货投资与商品贸易业务整体表现为浮盈，2019年期货投资与商品贸易对营业利润的综合贡献规模大幅增长的可能性较小，盈利能力改善空间不大。中证鹏元也关注到，期货的交易特点使得公司仍面临一定市场及操作风险，应持续关注公司期货投资与商品贸易的风险控制情况。

**表 11 2017-2018 年公司期货投资与商品贸易情况（单位：万元）**

名称	2018 年	2017 年
----	--------	--------

<sup>2</sup> 该类模式下，期货投资业务的投资收益与商品贸易业务的现货交割损益会伴随市场价格变化而出现业绩此消彼长的状况。但由于账面不体现现货浮动盈利，仅在现货成本高于其可变现净值时计提存货跌价准备以反映现货浮动亏损，所以当发生期货浮亏与现货浮盈时，期货单边体现账面浮亏，期末尚存期货和现货对当期营业利润的综合贡献表现为亏损，下一期表现盈利的概率较大；当发生期货浮盈与现货浮亏时，期货和现货双边损益均有所体现，对营业利润的影响相对较小。

<sup>3</sup> 期货投资与现货贸易对营业利润的综合贡献=商品贸易业务毛利-当期计提存货中库存商品的跌价准备+期货投资收益+期货浮动盈亏（即源于以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产和金融负债中衍生金融工具产生的公允价值变动损益）。

(1) 商品贸易业务收入	86,475.64	73,756.76
(2) 商品贸易业务毛利润	1,915.94	3,557.08
(3) 当期计提库存商品跌价准备	4,659.37	7,413.71
<b>(4) 商品贸易业务对当期营业利润的贡献= (2) - (3)</b>	<b>-2,743.43</b>	<b>-3,856.63</b>
(5) 期货取得的投资收益	3,499.32	5,007.35
(6) 衍生金融工具产生的公允价值变动收益	1,913.12	2,820.98
<b>(7) 期货投资对当期营业利润的贡献= (5) + (6)</b>	<b>5,412.44</b>	<b>7,828.33</b>
<b>(8) 期货投资与商品贸易对当期营业利润的综合贡献= (4) + (7)</b>	<b>2,669.01</b>	<b>3,971.70</b>
(9) 当期交割部分协同产生的总收益	614.37	1,532.74
(10) 尚存期货投资与现货贸易业务账面浮动盈亏	2,036.69	71.6

注：当期交割部分协同产生的总收益=商品贸易业务毛利润+期货取得的投资收益-库存商品跌价转销；尚存期货投资与现货贸易业务浮动盈亏=衍生金融资产-衍生金融负债-库存商品跌价准备余额；期货投资与现货贸易对营业利润的综合贡献= (4) + (7) = (9) + (10) - 上年 (10)；2018 年交割部分协同产生的总收益大幅下滑，主要系因跨期套利交割周期等因素减少投资收益 1,633.87 万元，增加公允价值变动收益 1,633.87 万元，对当期营业利润的综合贡献无影响。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

### 2018年投资收益大幅增长，系公司利润的重要来源，贡献度最高的股票投资部分平仓后账面规模大幅减少，2019年公司利润可能存在一定波动

2018年度公司投资收益大幅增长。除期货投资业务外，公司金融投资范围还包括理财产品、股票、债券以及基金等。由于处置长江电力等获利股票致使股票投资对公司利润的贡献大幅提升，2018年公司金融投资业务取得的收益增至16,704.02万元，同比增长67.29%，占同期营业利润77.03%，同比增长5.67个百分点，投资收益对公司营业利润的贡献度进一步提高。其中非期货金融资产投资收益为13,204.70万元，系2017年的2.65倍，占2018年营业利润60.89%，同比增长25.32个百分点。2018年公司取得投资收益收到的现金3,873.68万元，同比增长11.28%，投资收益质量良好。

表 12 公司金融投资情况（单位：万元）

项目名称	2018 年			2017 年		
	年末账面价值	投资收益		年末账面价值	投资收益	
		持有期间	处置		持有期间	处置
1.长期股权投资	400.00	-74.41	0.00	0.00	0.00	0.00
2.1 交易性金融资产-债权工具投资	2,260.50	-	-	1,968.51	-	-
2.2 交易性金融资产-权益工具投资	2,882.58	-	-	429.35	-	-
2.交易性金融资产小计	5,143.08	151.45	20.62	2,397.87	31.23	666.36
3.持有至到期投资（公司债）	5,000.00	22.53	0.00	0.00	0.00	0.00
4.1 长江电力（600900.SH）	0.00		6,279.46	24,170.52		1,109.53
4.2 黔源电力（002039.SZ）	7,800.00		3,409.17	18,486.49		357.11
4.3 华能新能源（00958.HK）	3,014.69		70.45	0.00		0.00

4.4 新天绿色能源 (00956.HK)	1,641.43		39.18	0.00		0.00
<b>4.5 可用出售金融资产</b>	<b>12,456.12</b>	<b>1,521.01</b>	<b>8,277.25</b>	<b>42,657.02</b>	<b>1,466.64</b>	<b>417.31</b>
<b>4.6 可用出售金融资产中累计计入其他综合收益的公允价值变动金额</b>	<b>1,949.96</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>13,202.01</b>	<b>-</b>	<b>-</b>
<b>5.理财产品</b>	<b>82,796.44</b>	<b>2,873.67</b>	<b>0.00</b>	<b>50,000.00</b>	<b>1,983.20</b>	<b>0.00</b>
6.国债逆回购	26,420.00	412.58	0.00	20,700.00	413.06	0.00
<b>7.非期货金融资产</b>	<b>132,215.64</b>	<b>4,906.83</b>	<b>8,297.87</b>	<b>115,754.89</b>	<b>3,894.13</b>	<b>1,083.67</b>
8.期货	2,900.04	0.00	3,499.32	986.92	0.00	5,007.35
<b>9.金融资产合计</b>	<b>135,115.68</b>		<b>16,704.02</b>	<b>116,741.81</b>		<b>9,985.16</b>
10.取得投资收益收到的现金	-	3,873.68	-	-	3,481.07	-

注：交易性金融资产-债权工具投资主要为“吴银转债”、“蒙电转债”、“江银转债”、“亚太转债”、“高能转债”、“时达转债”、“张行转债”等可转换债券，权益工具投资主要为中广核电力、桂冠电力、工业富联等 A 股、H 股上市公司股票；持有至到期投资包括“18 中化 Y5 债”、“18 广核 01 债”、“G18 龙源 2 债”；期货账面价值=衍生金融资产-衍生金融负债；“-”代表数据未披露或不适用。

资料来源：公司 2018 年年度报告，中证鹏元整理

从投资收益来源看，除期货投资业务外，2018年公司投资收益主要来源于买卖股票和理财产品。2018年股票投资对公司投资收益的贡献最大，其中源于长江电力和黔源电力的投资收益合计9,688.63万元，占公司投资收益58.00%。考虑到2018年末可供出售金融资产累计计入其他综合收益的公允价值变动金额同比缩减85.23%至1,949.96万元，2019年股票投资对公司利润的贡献规模存在缩减的可能。2018年末公司理财产品和国债逆回购账面价值合计109,216.44万元，占公司总资产的22.65%，理财产品为保本型，整体投资风险相对较小。

### （三）融资租赁

**2018年公司融资租赁业务规模增速较快，对公司利润形成一定的补充；但客户集中度、行业集中度和民营企业占比均较高，需关注融资租赁业务承租客户的信用风险**

公司融资租赁业务规模增速较快，对公司利润形成一定的补充。公司融资租赁业务通过子公司宁波金通融资租赁有限公司（以下简称“金通租赁”）以直租模式和回租模式<sup>4</sup>等方式开展。2018年末应收融资租赁款账面价值（含一年内到期部分）增至8.26亿元，同比增长16.23%，占公司总资产比重为17.12%，同比增长0.75个百分点。2018年金通租赁融资租赁业务实现收入和净利润分别为6,161.51万元和2,596.07万元，同比增长38.48%和58.08%，全部租赁投放项目均正常还款。随着当地融资成本上升，2018年公司融资租赁的折现率区间由2017年的5.08%-10.00%上浮至6%-14%。

公司融资租赁业务客户集中度、行业集中度和民营企业占比均较高。融资租赁业务前

<sup>4</sup>直租模式指出租人根据承租人指定的出售人，向其购买租赁物件，然后提供给承租人使用，并向其收取租金，租赁期结束后租赁物件由承租人以名义价格回购；回租模式是指承租人将自有固定资产出卖给出租人，再将该固定资产从出租人处租回的租赁形式。

五大客户合同金额占融资租赁合同总金额的 61.24%，同比减少 6.94 个百分点，客户集中度持续改善，但仍处于较高水平，且前五大客户均为民营企业；承租客户主要集中于热电行业，近年存在环保、消防或不按政府指导价等行政处罚，需关注融资租赁业务承租客户信用风险变化导致的坏账风险。

**表 13 2017-2018 年金通租赁存续项目概况（单位：万元）**

承租客户名称	2018 年		承租客户名称	2017 年	
	金额	占比		金额	占比
台州临港热电有限公司	18,227.65	19.13%	台州临港热电有限公司	23,598.74	28.70%
嘉兴市绿色能源有限公司	12,729.03	13.36%	嵊州新中港热电有限公司	12,270.31	14.92%
张家港骏马涤纶制品有限公司	9,980.43	10.47%	嘉兴市绿色能源有限公司	7,409.20	9.01%
嵊州新中港热电有限公司	9,555.92	10.03%	湖北中油优艺环保科技有限公司	6,532.85	7.95%
浙江宝峰热电有限公司	7,860.45	8.25%	绍兴中成热电有限公司	6,252.54	7.60%
<b>小计</b>	<b>58,353.48</b>	<b>61.24%</b>	<b>小计</b>	<b>56,063.64</b>	<b>68.19%</b>
其他	36,942.87	38.76%	其他	26,157.72	31.81%
<b>合计</b>	<b>95,296.35</b>	<b>100.00%</b>	<b>合计</b>	<b>82,221.36</b>	<b>100.00%</b>

注：（1）合计金额为金通租赁融资租赁业务合同总金额，包含未实现融资收益；

（2）金通租赁融资租赁业务部分承租客户为公司子公司，金额相对较小。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 五、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天衡会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制；2017年财务数据采用公司2018年审计报告期初数。

2018年公司新纳入合并范围的子公司3家，明细如表2所示。截至2018年末，纳入公司合并范围的子公司增至13家，明细如附录五所示。

### 资产结构与质量

**公司资产规模保持增长，整体资产流动性以及质量较好，应收融资租赁款可能存在一定的坏账风险**

随着自身经营积累及融资力度加大，公司资产规模保持增长，截至2018年末，公司资产总额为48.22亿元，同比增长11.11%，仍以流动资产为主。

公司流动资产主要包括货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据及应收账款、存货、一年内到期的非流动资产、其他流动资产等。截至2018年末，公司货币资金余额小幅增至11.05亿元，同比增长2.13%；其中受限使用的货币资金3,514.95万元，包括期货保证金725.97万元和因诉讼冻结银行存款2,788.98万元。以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要为上市公司股票、可转债和期货持仓浮动盈利等，该类资产存在一定价格波动风险，2018年末规模为0.80亿元，同比增长137.63%，主要系期货持仓浮动收益及上市公司股票投资规模增长所致。

应收票据主要系公司客户以银行承兑汇票方式支付的蒸汽款，规模受付款周期、公司贴现或背书等因素影响存在一定的波动。2018年末公司应收账款账面价值为1.01亿元，同比减少6.58%；从应收对象来看，第一大应收对象为外商独资的宁波大千纺织有限公司，应收款为1,310.30万元，占比12.15%，前五名应收对象占比31.49%，应收账款集中度偏高。

截至2018年末，公司存货规模为2.24亿元，同比增长48.11%，主要系子公司宁电投资增加为期货交割而买入的库存商品，已累计计提跌价准备863.35万元，存在一定跌价风险。一年内到期的非流动资产是一年内到期的融资租赁款。其他流动资产主要为8.28亿元保本型理财产品和2.64亿元的国债逆回购。

**表 14 公司主要资产构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	110,541.60	22.92%	108,233.68	24.94%
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	8,043.11	1.67%	3,384.78	0.78%
应收票据及应收账款	12,669.21	2.63%	15,142.30	3.49%
存货	22,396.67	4.64%	15,121.24	3.48%
一年内到期的非流动资产	27,964.90	5.80%	27,819.73	6.41%
其他流动资产	117,222.04	24.31%	79,540.90	18.33%
<b>流动资产合计</b>	<b>300,560.65</b>	<b>62.33%</b>	<b>249,854.06</b>	<b>57.57%</b>
可供出售金融资产	12,456.12	2.58%	42,657.02	9.83%
持有至到期投资	5,000.00	1.04%	0.00	0.00%
长期应收款	54,589.19	11.32%	43,206.58	9.96%
固定资产	88,084.17	18.27%	81,309.22	18.74%
在建工程	2,179.53	0.45%	6,963.78	1.60%
无形资产	6,376.25	1.32%	6,537.34	1.51%
其他非流动资产	8,940.68	1.85%	143.09	0.03%
<b>非流动资产合计</b>	<b>181,668.31</b>	<b>37.67%</b>	<b>184,140.39</b>	<b>42.43%</b>
<b>资产总计</b>	<b>482,228.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>433,994.45</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、持有至到期投资、长期应收款、固定资产、无形资产、其他非流动资产等组成。公司可供出售金融资产均为按照公允价值计量的权益工具，2018年末公司持有的可供出售金融资产规模为1.25亿元，主要为黔源电力、华能新能源和新天绿色能源股票，同比减少70.80%，系出售长江电力等股票所致；可供出售金融资产的初始投资成本为1.05亿元，公允价值变动部分累计计入其他综合收益0.19亿元。2018年末公司持有至到期投资为公司债“18中化Y5债”、“18广核01债”和“G18龙源2债”合计5,000.00万元。

公司长期应收款是子公司金通租赁的应收融资租赁款，随着融资租赁项目经营规模进一步扩大，2018年末应收融资租赁款账面价值增至8.26亿元（包含一年内到期的部分2.79亿元），占公司总资产比重为17.12%，其中2.35亿元已用于借款质押，属受限资产；公司应收融资租赁款坏账准备余额722.90万元，存在一定的坏账风险。

公司固定资产主要为热电联产机器设备和管网设备，2018年金西项目等在建工程转入固定资产，2018年末固定资产规模同比增长8.33%至8.81亿元；其中属受限资产的固定资产1,083.42万元，主要系为取得银行授信额度设定抵押；2018年末公司固定资产成新率为63.25%，较上年下降1.64个百分点。受金西项目等转入固定资产，公司在建工程规模有所减少。公司无形资产主要是土地使用权，2018年末由于摊销致使无形资产规模略有减少，其中属受限资产的无形资产3,404.00万元，主要系为取得银行授信额度设定抵押。2018年末公司其他非流动资产规模大幅增至8,940.68万元，主要包括全额支付津市市8.00万平米土地出让金2,640.00万元和“高新区热力特许经营权及园区已建成热力管网”6,200.00万元。截至2018年末，公司受限资产期末账面价值合计3.15亿元，占期末总资产的比重为6.54%。

综合来看，2018年末公司资产以货币资金、理财产品、股权及债权投资、机器设备、应收融资租赁款为主，整体资产流动性及质量较好；但中证鹏元也关注到，公司资产中应收融资租赁款规模较大，可能因承租客户信用状况的变化发生一定的坏账风险。

## 盈利能力

**公司营业收入持续增长，热电联产业务可持续性较好，但主营业务盈利能力仍不强，投资收益对公司盈利的贡献度高，未来利润规模可能存在一定的波动**

公司营业收入主要来自商品贸易和热电业务。受益于商品贸易和蒸汽业务收入保持增长，2018年公司实现营业收入17.41亿元，同比增长11.76%。公司热电联产业务具有区域垄断性，业务可持续性较好，期货投资与商品贸易业务、融资租赁业务仍可对收入和

利润形成有益补充。公司主营业务盈利能力仍不强，受毛利率较低的商品贸易业务占比提升等因素影响，2018年公司综合毛利率下滑至12.99%，同比降低1.02个百分点。

公司期间费用以销售费用和管理费用为主，受资产重组推进及债务水平提高等因素影响，2018年公司中介费用、利息支出和职工薪酬规模有所增长，公司期间费用率增长0.34个百分点至8.41%。

公司电力业务盈利能力改善空间有限，金融投资业务对公司盈利的贡献度高。短期内煤炭价格、上网电价和天然气供应难以明显改善，公司电力业务盈利能力改善空间有限。2018年公司投资收益和公允价值变动收益占利润总额的比重达83.27%，考虑到处置部分获利股票后，2019年股票投资对公司利润的贡献存在缩减的可能，公司盈利可能存在一定的波动。

**表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
营业收入	174,100.14	155,782.61
公允价值变动收益	1,833.88	2,532.32
投资收益	16,704.02	9,985.16
营业利润	21,684.65	13,993.06
利润总额	22,261.73	14,629.08
净利润	17,149.96	10,873.63
综合毛利率	12.99%	14.01%
期间费用率	8.41%	8.07%
营业利润率	12.46%	8.98%
总资产回报率	5.70%	4.34%
净资产收益率	6.17%	4.09%
营业收入增长率	11.76%	28.43%
净利润增长率	57.72%	14.27%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流

**公司经营活动现金流表现有所趋弱，在建及拟建项目资金需求较大，面临一定的资金压力**

2018年公司现金生产能力有所下滑，全年经营所得现金（FFO）为15,922.70万元，同比减少3.95%。受期货投资与商品贸易业务模式等因素影响，2018年公司营运资本较上年扩大，致使当期经营活动现金净流入1,791.99万元，同比减少90.40%，表现有所趋弱。鉴于期货投资与商品贸易的业务模式，存货规模会呈现一定的波动，预计2019年公司经营活

动现金流净额仍将受此影响而出现一定的波动。

投资活动方面，2018年公司加大资金投入规模用于购买股票、债券、理财产品、期货投资以及融资租赁业务等，致使全年投资活动现金净流出35,506.31万元。

2018年公司加大融资力度，新增银行借款较多，筹资活动现金净流入37,855.20万元。截至2018年末，公司主要在建及拟建项目尚需投资25.97亿元，考虑到公司经营活动现金净流入规模有限，短期内难以满足投资需求，面临一定的资金压力，公司对筹资活动的持续依赖可能推动债务水平进一步提高。

**表 16 公司现金流情况（单位：万元）**

项目	2018 年	2017 年
净利润	17,149.96	10,873.63
非付现费用	13,138.39	16,167.64
非经营损益	-14,365.65	-10,464.51
FFO	15,922.70	16,576.75
营运资本变化	-11,341.72	2,086.49
其中：存货减少（减：增加）	-11,934.80	1,217.40
经营性应收项目的减少（减：增加）	-570.98	-5,734.65
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,164.06	6,603.74
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,791.99</b>	<b>18,663.24</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-35,506.31</b>	<b>-26,765.41</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>37,855.20</b>	<b>68,626.41</b>
现金及现金等价物净增加额	4,383.64	59,922.88

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与财务安全性

### 公司有息债务增长较快，短期偿债压力加大

2018年公司加大融资力度，期末公司负债总额增至198,184.69万元，同比增长22.24%。随着公司利润的积累，2018年末公司所有者权益为284,044.27万元，同比增长4.48%。综合影响下，2018年末公司产权比率上升10.13个百分点至69.77%，公司所有者权益对负债总额的覆盖能力有所趋弱。

**表 17 公司资本结构情况（单位：万元）**

指标名称	2018 年	2017 年
负债总额	198,184.69	162,129.86
所有者权益	284,044.27	271,864.59
产权比率	69.77%	59.64%



资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

从负债结构来看，公司债务以流动负债为主。流动负债主要包括短期借款、应付票据及应付账款、应交税费、其他应付款和一年内到期的非流动负债。2018年末公司短期借款规模为11.56亿元，同比增长66.16%。应付账款主要包括应付货款、工程及设备款，随着偿付部分应付票据及应付账款，2018年末应付票据和应付账款规模分别为5,739.92万元和10,864.77万元，同比分别减少15.13%和16.33%。其他应付款主要系应付利息、保证金及押金，2018年有所下降。一年内到期的非流动负债以一年内到期的长期借款为主。

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益。2018年末公司长期借款规模为1.13亿元，同比增长29.58%，利率区间为4.75%至5.23%。应付债券系本期债券，发行规模3.00亿元，2018年回售1.13亿元，当前票面利率为5.60%，2018年末本期债券账面余额为1.86亿元。长期应付款系融资租赁业务保证金，随融资租赁业务规模扩大而有所增长，2018年末余额1.07亿元，同比增长23.48%。递延收益主要系管网建设费及管网建设补偿，无实际偿付压力。

**表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）**

项目	2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	115,619.37	58.34%	69,585.00	42.92%
应付票据及应付账款	16,604.70	8.38%	19,749.02	12.18%
应交税费	2,055.31	1.04%	2,931.59	1.81%
其他应付款	2,851.17	1.44%	4,052.13	2.50%
一年内到期的非流动负债	12,779.72	6.45%	12,559.00	7.75%
<b>流动负债合计</b>	<b>152,344.30</b>	<b>76.87%</b>	<b>109,574.09</b>	<b>67.58%</b>
长期借款	11,344.99	5.72%	8,755.00	5.40%
应付债券	18,630.48	9.40%	29,868.18	18.42%
长期应付款	10,723.25	5.41%	8,684.43	5.36%
递延收益	4,165.36	2.10%	2,331.65	1.44%
<b>非流动负债合计</b>	<b>45,840.40</b>	<b>23.13%</b>	<b>52,555.77</b>	<b>32.42%</b>
<b>负债合计</b>	<b>198,184.69</b>	<b>100.00%</b>	<b>162,129.86</b>	<b>100.00%</b>
有息债务	163,850.47	82.68%	126,160.27	77.81%

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司有息债务规模为16.39亿元，同比增长29.87%，占年末负债总额的82.68%，增长较快；其中短期有息债务金额为13.39亿元，同比增长52.94%，占有息债务的比重达81.71%，公司短期偿债压力加大，债务期限结构有待优化。

**表 19 截至 2018 年末公司有息债务本金偿还计划（单位：万元）**

项目	合计	2019 年	2020 年	2021 年
本金	163,850.47	133,875.00	26,305.47	3,670.00
利息	7,536.00	6,144.00	1,230.00	162.00
合计	<b>171,386.47</b>	<b>140,019.00</b>	<b>27,535.47</b>	<b>3,832.00</b>

资料来源：公司提供

从偿债指标来看，2018年末公司资产负债率上升3.74个百分点至41.10%，债务水平有所提高。由于公司增加短期银行借款较多，2018年末流动比率和速动比率均有所降低。受益于公司利润总额有所增长，2018年公司EBITDA增加至3.43亿元；有息债务增加导致利息支出增长，EBITDA利息保障倍数下降至8.89，对利息支出的保障能力仍较强。2018年末有息债务、债务总额与EBITDA的比例分别为4.78和5.78，同比均有所下降。经营性净现金流对流动负债和负债总额的覆盖程度较上年明显下滑，偿债压力有所加大；考虑到公司在建及拟建项目资金需求较大，可能进一步推高公司的债务水平。

**表 20 公司偿债能力指标**

指标名称	2018 年	2017 年
资产负债率	41.10%	37.36%
流动比率	1.97	2.28
速动比率	1.83	2.14
EBITDA（万元）	34,266.11	25,209.12
EBITDA 利息保障倍数	8.89	10.83
有息债务/EBITDA	4.78	5.00
债务总额/EBITDA	5.78	6.43
经营性净现金流/流动负债	0.01	0.17
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.12

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 六、债券偿还保障分析

**宁波开投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可为本期债券的本息偿付提供较强保障**

本期债券由宁波开投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人保证的范围包括本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用。若本次债券为一期发行，担保人承担保证责任的期间为本次债券发行首日至本次债券到期日后六个月止。若本次债券为分期发行，担保人就各期债券承担连带保证责任的期间分别计算，分别为各期债券的发行首日至各期债券各个品种到期日后六个月止。

跟踪期内，宁波开投注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2019年2月末，宁波开投注册资本仍为50.00亿元，控股股东、实际控制人仍为宁波国资委。

宁波开投是宁波国资委下的国有独资企业，主营业务包括能源电力、城市建设、文体产业、金融与资本运作四大核心板块。宁波开投能源电力业务主要包括热电联产、电煤配送及其他能源项目。金融与资本运作业务主要通过两种模式运营：一为通过控股金融类机构进行直接的金融与资本业务的开拓，主要运营主体为宁电投资、宁波大宗商品交易所有限公司（以下简称“甬商所”）和宁波海洋产业基金管理公司等；二为通过参股上市公司股权和金融机构股权，获取投资收益，主要参股公司为宁波银行股份有限公司、中国大地财产保险股份有限公司等。城建板块涉及旧城改造、商业房地产开发等。文体产业主要为文化服务，以宁波文化广场项目为切入点，目前已建成运营的项目主要是宁波文化广场。

2017年宁波开投实现营业收入612,357.22万元，同比下降4.22%，主要系甬商所停止现货递延交易模式致使阴极铜销售收入及交易手续费收入大幅下滑所致。从收入的主要来源看，金融与资本运作板块、能源电力板块收入合计465,010.60万元，占营业收入比重达75.94%，依然是宁波开投营业收入的主要来源。城市建设板块受区域房地产市场影响，存在较大波动；文体产业板块依然处于发展初期，尚未形成规模效益。2018年1-6月宁波开投实现营业收入351,867.90万元，同比增长37.06%，毛利率为15.78%，同比增长8.99个百分点，主要系城市建设板块房产交付较多且区域内房价提升所致。

**表 21 宁波开投营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）**

项目	2018年1-6月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
能源电力	133,103.06	18.10%	258,035.55	19.57%	214,860.86	21.42%
金融与资本运作	73,698.38	1.96%	206,975.05	1.83%	334,964.79	3.63%
城市建设	127,048.49	23.52%	109,725.05	5.48%	56,320.46	-20.07%
文体产业	10,072.99	-7.92%	21,188.65	-0.94%	19,271.79	-7.56%
其他	7,944.98	11.54%	16,432.92	10.31%	13,916.77	22.21%
<b>合计</b>	<b>351,867.90</b>	<b>15.78%</b>	<b>612,357.22</b>	<b>10.09%</b>	<b>639,334.67</b>	<b>7.59%</b>

资料来源：宁波开投提供及宁波开投 2018 半年度报告，中证鹏元整理

截至2017年12月31日，宁波开投资产总额为450.74亿元，归属于母公司所有者权益为122.85亿元，资产负债率为64.68%；2017年宁波开投实现营业收入61.24亿元，利润总额10.50亿元，经营活动现金净流出0.59亿元。截至2018年9月末，宁波开投资产总额为496.83亿元，归属于母公司所有者权益为138.43亿元，资产负债率为64.97%；2018年1-9月宁波开投实现营业收入46.20亿元，利润总额11.93亿元，经营活动现金净流出0.79亿元。

**表 22 宁波开投主要财务指标**

项目	2018年1-9月	2017年	2016年
总资产（万元）	4,968,250.93	4,507,427.69	3,902,752.36
归属于母公司所有者权益（万元）	1,384,272.13	1,228,486.89	1,075,768.28
有息债务（万元）	-	2,346,505.31	1,911,749.28
资产负债率	64.97%	64.68%	63.07%
流动比率	0.94	0.90	1.03
速动比率	0.51	0.43	0.44
营业收入（万元）	461,994.71	612,357.22	639,334.67
营业利润（万元）	117,915.06	101,954.98	60,921.52
利润总额（万元）	119,269.16	105,004.46	72,675.27
综合毛利率	16.03%	10.09%	7.59%
总资产回报率	-	4.63%	4.47%
EBITDA（万元）	-	242,708.98	216,331.61
EBITDA 利息保障倍数	-	2.62	2.10
经营活动现金流净额（万元）	-7,872.27	-5,876.37	165,789.89

注：2017年 EBITDA 利息保障倍数=EBITDA/（分配股利、利润或偿付利息支付的现金+上期利润分配中对所有者的分配）。

资料来源：宁波开投 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1-9 月财务报表，中证鹏元整理

经中证鹏元综合评定，宁波开投2018年主体长期信用等级为AA+。宁波开投提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍可为本期债券的本息偿付提供较强保障。

## 七、评级结论

浙江省淘汰热力小产能为公司发展提供了良好的外部环境，公司热电联产业务具有区域垄断性，且公司正在推进重大资产重组，热电联产业务规模存在大幅增长的可能；宁波开投提供的保证担保仍能有效提升本期债券的信用水平。

同时中证鹏元也关注到公司主营业务盈利能力不强，关联方采购占比偏高，经营活动现金流表现有所趋弱，面临一定的资金压力，有息债务增速较快，短期偿债压力加大，对筹资活动的持续依赖可能进一步推高公司的债务水平；公司融资租赁业务客户集中度、行业集中度和民营企业占比均较高，信用风险的变化可能导致公司出现坏账风险。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为AA+，维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

## 附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	项目	2016年
货币资金	110,541.60	108,233.68	货币资金	49,960.84
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	8,043.11	3,384.78	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	4,291.78
应收票据及应收账款	12,669.21	15,142.30	应收票据	2,689.69
其中：应收票据	2,524.04	4,282.24	应收账款	9,341.76
应收账款	10,145.18	10,860.06	预付款项	190.71
预付款项	843.40	205.91	其他应收款	625.04
其他应收款	879.71	405.52	存货	23,752.35
其中：应收利息	22.53	0.00	一年内到期的非流动资产	17,013.83
存货	22,396.67	15,121.24	其他流动资产	83,756.44
一年内到期的非流动资产	27,964.90	27,819.73	<b>流动资产合计</b>	<b>191,622.44</b>
其他流动资产	117,222.04	79,540.90	可供出售金融资产	37,839.83
<b>流动资产合计</b>	<b>300,560.65</b>	<b>249,854.06</b>	长期应收款	20,490.34
可供出售金融资产	12,456.12	42,657.02	长期股权投资	0.00
持有至到期投资	5,000.00	0.00	固定资产	81,438.83
长期应收款	54,589.19	43,206.58	工程物资	0.17
长期股权投资	325.59	0.00	在建工程	5,715.02
固定资产	88,084.17	81,309.22	固定资产清理	0.00
在建工程	2,179.53	6,963.78	无形资产	6,661.12
无形资产	6,376.25	6,537.34	商誉	955.60
商誉	955.60	955.60	长期待摊费用	413.97
长期待摊费用	398.87	377.96	递延所得税资产	2,041.69
递延所得税资产	2,362.30	1,989.79	其他非流动资产	0.00
其他非流动资产	8,940.68	143.09	<b>非流动资产合计</b>	<b>155,556.58</b>
<b>非流动资产合计</b>	<b>181,668.31</b>	<b>184,140.39</b>	<b>资产总计</b>	<b>347,179.01</b>
<b>资产总计</b>	<b>482,228.96</b>	<b>433,994.45</b>	短期借款	16,500.00
短期借款	115,619.37	69,585.00	以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	2,607.10
应付票据及应付账款	16,604.70	19,749.02	应付票据	11.16
预收款项	1,894.10	167.26	应付账款	15,135.13
应付职工薪酬	539.94	530.11	预收款项	88.07
应交税费	2,055.31	2,931.59	应付职工薪酬	434.28
其他应付款	2,851.17	4,052.13	应交税费	2,155.52
其中：应付利息	1,028.77	1,244.19	应付利息	1,390.02
一年内到期的非流动负债	12,779.72	12,559.00	其他应付款	7,568.47

<b>流动负债合计</b>	<b>152,344.30</b>	<b>109,574.09</b>	一年内到期的非流动负债	2,568.50
长期借款	11,344.99	8,755.00	<b>流动负债合计</b>	<b>48,458.26</b>
应付债券	18,630.48	29,868.18	长期借款	-
长期应付款	10,723.25	8,684.43	应付债券	29,815.08
递延收益	4,165.36	2,331.65	长期应付款	4,753.53
递延所得税负债	976.31	2,916.52	递延收益	2,099.73
<b>非流动负债合计</b>	<b>45,840.40</b>	<b>52,555.77</b>	递延所得税负债	2,266.08
<b>负债合计</b>	<b>198,184.69</b>	<b>162,129.86</b>	<b>非流动负债合计</b>	<b>38,934.43</b>
实收资本	74,693.00	74,693.00	<b>负债合计</b>	<b>87,392.69</b>
资本公积	104,906.63	104,906.63	实收资本	74,693.00
其他综合收益	1,999.42	10,093.26	资本公积	104,906.63
盈余公积	7,024.37	6,662.54	其他综合收益	8,294.37
一般风险准备	78.16	52.20	一般风险准备	35.78
未分配利润	66,423.44	54,353.26	盈余公积	6,185.70
<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>255,125.02</b>	<b>250,760.90</b>	未分配利润	47,861.78
少数股东权益	28,919.25	21,103.69	<b>归属于母公司所有者权益合计</b>	<b>241,977.27</b>
<b>所有者权益合计</b>	<b>284,044.27</b>	<b>271,864.59</b>	少数股东权益	17,809.06
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>482,228.96</b>	<b>433,994.45</b>	<b>所有者权益合计</b>	<b>259,786.33</b>
-	-	-	<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>347,179.01</b>

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告

## 附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	项目	2016年
一、营业收入	174,100.14	155,782.61	一、营业收入	121,302.11
二、营业总成本	171,673.54	154,928.01	二、营业总成本	114,565.30
其中：营业成本	151,489.11	133,952.82	减：营业成本	101,109.86
税金及附加	564.72	487.05	营业税金及附加	210.01
销售费用	5,610.83	5,243.77	销售费用	4,684.70
管理费用	7,099.36	5,874.90	管理费用	6,022.80
财务费用	1,923.05	1,453.85	财务费用	980.05
其中：利息费用	3,852.46	2,328.04	资产减值损失	1,557.88
利息收入	2,007.95	922.72	加：公允价值变动收益	-1,696.76
资产减值损失	4,986.47	7,915.63	投资收益	6,001.09
加：其他收益	694.14	593.85	其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00
投资收益	16,704.02	9,985.16	资产处置收益	0.00
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-74.41	0.00	其他收益	0.00
公允价值变动收益	1,833.88	2,532.32	三、营业利润	11,041.13
资产处置收益	26.01	27.13	加：营业外收入	1,646.40
三、营业利润	21,684.65	13,993.06	减：营业外支出	132.40
加：营业外收入	661.87	674.37	四、利润总额	12,555.13
减：营业外支出	84.78	38.35	减：所得税费用	3,039.47
四、利润总额	22,261.73	14,629.08	五、净利润	9,515.66
减：所得税费用	5,111.78	3,755.45	减：少数股东损益	1,116.73
五、净利润	17,149.96	10,873.63	六、归属于母公司所有者的净利润	8,398.93
1.少数股东损益	1,704.27	1,274.63	七、其他综合收益的税后净额	-5,186.78
2.归属于母公司股东的净利润	15,445.68	9,598.99	八、综合收益总额	4,328.88
六、其他综合收益的税后净额	-8,093.84	1,798.89	归属于母公司所有者的综合收益总额	4,328.88
七、综合收益总额	9,056.12	12,672.52	归属于少数股东的综合收益总额	0.00
归属于母公司所有者的综合收益总额	7,351.84	11,397.88	-	-
归属于少数股东的综合收益总额	1,704.27	1,274.63	-	-

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告

**附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）**

项目	2018年	2017年	2016年
<b>一、经营活动产生的现金流量：</b>			
销售商品、提供劳务收到的现金	185,991.27	168,496.48	126,343.79
收取利息、手续费及佣金的现金	6,382.72	4,328.57	2,747.77
收到的税费返还	312.13	335.41	385.46
收到其他与经营活动有关的现金	9,478.88	8,189.06	12,079.08
<b>经营活动现金流入小计</b>	<b>202,165.00</b>	<b>181,349.53</b>	<b>141,556.12</b>
购买商品、接受劳务支付的现金	170,787.89	139,035.43	130,338.23
支付利息、手续费及佣金的现金	2,048.03	1,850.28	519.23
支付给职工以及为职工支付的现金	7,976.56	6,784.66	5,693.75
支付的各项税费	7,252.62	5,412.56	5,273.17
支付其他与经营活动有关的现金	12,307.90	9,603.35	6,107.13
<b>经营活动现金流出小计</b>	<b>200,373.00</b>	<b>162,686.28</b>	<b>147,931.51</b>
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	<b>1,791.99</b>	<b>18,663.24</b>	<b>-6,375.39</b>
<b>二、投资活动产生的现金流量：</b>			
收回投资收到的现金	99,799.05	48,598.45	54,999.08
取得投资收益收到的现金	3,873.68	3,481.07	3,782.77
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	30.27	106.89	96.81
收到其他与投资活动有关的现金	173,369.31	108,000.00	58,800.00
<b>投资活动现金流入小计</b>	<b>277,072.31</b>	<b>160,186.41</b>	<b>117,678.66</b>
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	18,483.67	11,775.46	13,458.61
投资支付的现金	90,094.95	72,176.37	103,907.73
支付其他与投资活动有关的现金	204,000.00	103,000.00	63,800.00
<b>投资活动现金流出小计</b>	<b>312,578.62</b>	<b>186,951.82</b>	<b>181,166.35</b>
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	<b>-35,506.31</b>	<b>-26,765.41</b>	<b>-63,487.69</b>
<b>三、筹资活动产生的现金流量：</b>			
吸收投资收到的现金	6,699.28	3,000.00	0.00
取得借款收到的现金	154,578.30	150,740.00	26,484.00
<b>筹资活动现金流入小计</b>	<b>161,277.58</b>	<b>153,740.00</b>	<b>26,484.00</b>
偿还债务支付的现金	115,949.28	79,711.15	13,984.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	7,473.10	5,402.44	8,450.33
<b>筹资活动现金流出小计</b>	<b>123,422.38</b>	<b>85,113.59</b>	<b>22,434.33</b>
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	<b>37,855.20</b>	<b>68,626.41</b>	<b>4,049.67</b>
<b>四、汇率变动对现金的影响</b>	<b>242.76</b>	<b>-601.36</b>	<b>600.29</b>



五、现金及现金等价物净增加额	4,383.64	59,922.88	-65,213.12
六、期末现金及现金等价物余额	107,026.65	102,643.01	42,720.13

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告

## 附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
净利润	17,149.96	10,873.63	9,515.66
加：资产减值准备	4,986.47	7,915.63	1,557.60
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,836.36	7,857.88	8,241.88
无形资产摊销	161.08	215.07	174.39
长期待摊费用摊销	154.47	179.06	286.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-26.01	-27.13	41.97
固定资产报废损失	35.42	0.48	0.00
公允价值变动损失	-1,833.88	-2,532.32	1,696.76
财务费用	3,671.22	2,174.50	1,835.09
投资损失	-16,704.02	-9,985.16	-6,001.09
递延所得税资产减少	-355.66	51.90	-384.91
递延所得税负债增加	847.29	-146.77	-271.30
存货的减少	-11,934.80	1,217.40	-24,299.15
经营性应收项目的减少	-570.98	-5,734.65	-6,452.93
经营性应付项目的增加	1,164.06	6,603.74	7,684.16
其他	-2,788.98	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	1,791.99	18,663.24	-6,375.39
现金的期末余额	107,026.65	102,643.01	42,720.13
减：现金的期初余额	102,643.01	42,720.13	107,933.24
现金及现金等价物净增加额	4,383.64	59,922.88	-65,213.12

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告

## 附录四 主要财务指标表

项目	2018年	2017年	2016年
产权比率	69.77%	59.64%	33.64%
有息债务（万元）	163,850.47	126,160.27	48,326.24
资产负债率	41.10%	37.36%	25.17%
流动比率	1.97	2.28	3.95
速动比率	1.83	2.14	3.46
综合毛利率	12.99%	14.01%	16.65%
期间费用率	8.41%	8.07%	9.64%
营业利润率	12.46%	8.98%	9.10%
总资产回报率	5.70%	4.34%	4.24%
净资产收益率	6.17%	4.09%	3.64%
营业收入增长率	11.76%	28.43%	21.08%
净利润增长率	57.72%	14.27%	-7.39%
EBITDA（万元）	34,266.11	25,209.12	23,013.01
EBITDA 利息保障倍数	8.89	10.83	13.11
有息债务/EBITDA	4.78	5.00	2.10
债务总额/EBITDA	5.78	6.43	3.80
经营性净现金流/流动负债	0.01	0.17	-0.13
经营性净现金流/负债总额	0.01	0.12	-0.07
FFO（万元）	15,922.70	16,576.75	16,692.52
营运资本变化（万元）	-11,341.72	2,086.49	-23,067.92

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告，中证鹏元整理

## 附录五 截至2018年末纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
宁波北仑热力有限公司	7,000.00	100%	热力供应
宁波宁电投资发展有限公司	5,000.00	100%	投资业务
宁波北仑南区热力有限公司	5,000.00	51%	热力供应
绿能投资发展有限公司	(港元) 7,000.00	100%	投资、一般性贸易
宁波百思乐斯贸易有限公司	2,800.00	100%	一般性贸易
宁波金通融资租赁有限公司	(美元) 3,000.00	51%	融资租赁
金华宁能热电有限公司	(美元) 2,467.00	100%	热电联产
宁波光耀热电有限公司	7,000.00	65%	热电生产、供应
宁波宁能电力销售有限公司	20,010.00	100%	电力销售
宁波能源实业有限公司	10,000.00	40%	实业投资
丰城宁能生物质发电有限公司	13,100.00	100%	生物质发电
常德津市宁能热电有限公司	16,800.00	100%	热电联产
望江宁能热电有限公司	16,300.00	100%	热电联产

注：公司持有宁波能源实业有限公司 40% 股权，系第一大股东，该公司董事会由 5 名董事组成，其中公司委派三名，董事会决议经半数以上董事同意即为有效，公司可以对其实施控制，故自 2017 年 12 月起将宁波能源实业有限公司纳入公司合并报表范围。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2 ] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2 ] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [ (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2 ] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2 ] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2 ] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [ (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ( (\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2 ) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ( (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2 ) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期借款 + 长期借款 + 应付债券

## 附录七 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

### 二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

### 三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。