

余姚市城市建设投资发展有限公司 2021 年度跟踪评级 报告

项目负责人：李龙泉 lqli@ccxi.com.cn

项目组成员：阮思齐 sqruan@ccxi.com.cn

秦羽璇 yxqin@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 6 月 17 日

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、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，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。
- 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2021] 跟踪 0732 号

余姚市城市建设投资发展有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定；

维持“18 余姚城投 MTN004”、“19 余姚城投 MTN001”、“19 余姚城投 MTN002”、“20 余投 01”、“21 余姚 01”的信用等级为 AA⁺。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月十七日

评级观点：中诚信国际维持余姚市城市建设投资发展有限公司（以下简称“余姚城投”或“公司”）主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，维持“18 余姚城投 MTN004”、“19 余姚城投 MTN001”、“19 余姚城投 MTN002”、“20 余投 01”和“21 余姚 01”信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了余姚市经济实力稳步增强、公司具有重要的平台地位、公司运营的水务和燃气业务具有区域垄断性等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司资产流动性有待提高、债务规模较高、偿债指标偏弱等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

余姚城投（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	303.64	323.44	338.76	341.95
所有者权益合计（亿元）	131.62	133.20	134.90	134.83
总负债（亿元）	172.02	190.25	203.86	207.12
总债务（亿元）	130.36	144.70	146.25	150.14
营业总收入（亿元）	11.02	15.36	18.61	4.19
经营性业务利润（亿元）	0.23	0.63	0.56	-0.06
净利润（亿元）	1.68	1.73	2.02	-0.03
EBITDA（亿元）	3.68	4.89	4.83	--
经营活动净现金流（亿元）	2.56	-0.09	15.66	0.58
收现比(X)	1.79	1.17	1.42	1.03
营业毛利率(%)	12.68	16.74	10.82	7.16
应收类款项/总资产(%)	2.63	1.78	1.03	1.08
资产负债率(%)	56.65	58.82	60.18	60.57
总资本化比率(%)	49.76	52.07	52.02	52.69
总债务/EBITDA(X)	35.41	29.57	30.28	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.48	0.65	0.63	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将“长期应付款”中的计息部分调入长期债务。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000_2019_02)

余姚市城市建设投资发展有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率(13%)	经营性业务利润(亿元)*	0.51	6
	收现比(X)*	1.42	10
流动性(18%)	货币资金/短期债务(X)	0.60	5
	受限资产/总资产的比重(X)	0.13	7
资本结构与资产质量(39%)	所有者权益(亿元)	134.90	8
	总资本化比率(X)	0.52	7
	资产质量	8	8
业务运营(20%)	业务稳定性和可持续性	8	8
治理与管控(10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果		a ⁺	
BCA		a ⁺	
支持评级调整		3	
评级模型级别		AA ⁺	

打分卡定性评估与调整说明：
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(a⁺)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。

*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

正面

■ **余姚市经济实力稳步增强。**余姚市塑料、模具等特色产业突出，近年来经济实力稳步增强，2020 年余姚市实现地区生产总值 1,220.72 亿元，按可比价格计算，同比增长 5.1%。

■ **重要的平台地位。**公司作为余姚市重要的基础设施建设、土地一级开发及安置房建设主体，具有重要的平台地位，且公司土地一级开发区域主要系余姚市核心区域，未来土地升值潜力较大。

■ **水务和燃气业务具有区域垄断性。**公司作为余姚市国有控股的水务和燃气供应主体，自来水供应范围覆盖余姚市市区和主要乡镇，燃气供应在余姚市具有特许经营权，公司上述准公益性业务具有很强的区域垄断性。

关注

■ **资产流动性有待提高。**公司资产构成主要包括预付款项、存货和其他非流动资产等，预付款项主要系预付余姚市动迁办、余姚市污水收集工程指挥部款项，且账龄集中在 3 年以上；存货和其他非流动资产中包括较大规模的市政基础设施投入，未来资金回流周期较长，公司整体资产流动性有待提高。

■ **债务规模较高，偿债指标偏弱。**公司债务规模较高，EBITDA 对债务的保障能力偏弱；同时，由于公司往来款项收支波动及垫付资金进行项目建设，经营活动现金流呈现较大波动，对债务本息的覆盖能力不稳且较为有限。

评级展望

中诚信国际认为，余姚市城市建设投资发展有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**区域经济实力显著增强；公司资本实力显著扩充，盈利大幅增长且具有可持续性。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，备用流动性减少等。

评级历史关键信息

余姚市城市建设投资发展有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AA ⁺ /稳定	18 余姚城投 MTN004 (AA ⁺)	2020/6/29	李龙泉、马蕙桐	中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02	阅读全文	
	19 余姚城投 MTN001 (AA ⁺)					
	19 余姚城投 MTN002 (AA ⁺)					
AA ⁺ /稳定	19 余姚城投 MTN002	2019/3/22	段晋璇、汪莹莹、齐鹏	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000_2018_01	阅读全文	
AA ⁺ /稳定	19 余姚城投 MTN001	2018/11/27	赵艳艳、汪莹莹、齐鹏	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000_2018_01	阅读全文	
AA ⁺ /稳定	18 余姚城投 MTN004	2018/12/27	赵艳艳、汪莹莹、齐鹏	中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000_2018_01	阅读全文	

注：中诚信国际原口径

同行业比较

2020 年部分基础设施投融资企业主要指标对比表						
公司名称	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率(%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
余姚市城市建设投资发展有限公司	338.76	134.90	60.18	18.61	2.02	15.66
余姚市舜财投资控股有限公司	1,368.44	493.70	63.92	63.37	2.83	-5.95
宁波舜通集团有限公司	255.31	93.55	63.36	21.44	1.17	16.11

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额(亿元)	存续期	特殊条款
18 余姚城投 MTN004	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/29	6.00	6.00	2018/12/21~2021/12/21	--
19 余姚城投 MTN001	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/29	6.00	6.00	2019/02/27~2024/02/27	--
19 余姚城投 MTN002	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/29	5.00	5.00	2019/04/25~2024/04/25	--
20 余投 01	AA ⁺	AA ⁺	2020/6/29	5.00	5.00	2020/04/28-2025/04/28	--
21 余姚 01	AA ⁺	AA ⁺	2021/4/20	5.00	5.00	2021/04/27-2026/04/27	--

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

余姚市城市建设投资发展有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“20 余投 01”，债券代码为“163486”）于 2020 年 4 月 28 日发行，发行期限为 5 年，票面利率 3.54%，募集资金 5 亿元，截至本报告出具日，募集资金的使用审批均依照资金监管协议、募集说明书中相关规定及公司内部控制程序的相关规定执行。

余姚市城市建设投资发展有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行公司债券（第一期）（债券简称为“21 余姚 01”，债券代码为“188064”）2021 年 4 月 27 日发行，发行期限为 5 年，票面利率 4.50%，募集资金 5 亿元，截至本报告出具日，募集资金的使用审批均依照资金监管协议、募集说明书中相关规定及公司内部控制程序的相关规定执行。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经

济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、

合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

宁波市作为浙江省及长三角南翼经济中心、计划单列市，地区综合实力较强

宁波地处东南沿海，位于中国大陆海岸线中段、长江三角洲南翼，为副省级市、计划单列市，系浙江省及长三角南翼经济中心。经过多年积累，宁波市经济发展水平和人均地区生产总值已处于浙江省乃至全国的前列，工业化和城市化程度较高，经济发展较有活力，第三产业在该市经济结构中所占比重逐渐上升，对城市基础设施的需求也更为强烈。宁波市陆域总面积9,816平方公里，其中市区面积为3,730平方公里；海域总面积为8,355.8平方公里，岸线总长为1,678公里，约占全省海岸线的四分之一，共有大小岛屿611个，面积277平方公里。

宁波市下辖6个区（海曙区、江北区、北仑区、镇

海区、鄞州区、奉化区）、2个县（象山县、宁海县）、2个县级市（余姚市、慈溪市）。截至2020年末，全市户籍人口为613.7万人。

地区生产总值方面，2018~2020年，宁波市分别实现地区生产总值10,746亿元、11,985亿元和12,408.7亿元，按可比价计算，分别比上年增长7.0%、6.8%和3.3%。其中，2020年，第一产业实现增加值338.4亿元，增长2.1%；第二产业实现增加值5,693.9亿元，增长3.0%；第三产业实现增加值6,376.4亿元，增长3.6%，三次产业之比为2.7:45.9:51.4。

固定资产投资方面，2020年，宁波市固定资产投资比上年增长5.5%，共安排56个省市县长项目，其中40个已开工建设。2020年，宁波市完成商品房销售面积1,858.2万平方米，增长8.4%。

工业经济方面，2020年宁波市实现工业增加值5,045.6亿元，比上年增长3.6%。规模以上工业增加值增长5.2%，其中民营企业增加值增长7.1%。分行业看，在35个行业大类中，29个行业增加值同比正增长。全年全市规模以上工业企业完成销售产值17,608.6亿元，增长0.6%，其中出口交货值3,326.6亿元，增长0.2%。2020年全市建筑业实现增加值656.3亿元，比上年下降1.7%。

近年来，随着宁波市经济增长以及经济结构的持续调整，宁波市财政实力也保持着持续良好的增长态势，2018~2020年，宁波市一般公共预算收入分别为1,379.66亿元、1,468.51亿元和1,510.84亿元；2020年比上年增长2.9%，其中，税收收入1,257.02亿元，占一般公共预算收入的比重为83.20%，税收收入占比较高，收入结构良好。

一般公共预算支出方面，2018~2020年，宁波市一般公共预算支出分别为1,592.09亿元、1,767.89亿元和1,742.09亿元，2020年比上年降低1.5%。同期，公共财政平衡率（一般公共预算收入/一般公共预算支出）分别为86.66%、83.07%和86.73%。

政府性基金预算收支方面，受土地出让交易量

增加,土地溢价率较高影响,2019年宁波市政府性基金预算收支增长显著,2020年则有所下降,2018~2020年全市政府性基金预算收入分别为999.24亿元、1,951.57亿元和1,836.79亿元;同期政府性基金预算支出分别为973.90亿元、1,713.62亿元和1,660.01亿元。

表1: 2018~2020年宁波市财政收支情况(亿元)

	2018	2019	2020
一般公共财政预算收入	1,379.66	1,468.51	1,510.84
其中: 税收收入	1,178.66	1,217.58	1,257.02
政府性基金预算收入	999.24	1,951.57	1,836.79
一般公共财政预算支出	1,592.09	1,767.89	1,742.09
政府性基金预算支出	973.90	1,713.62	1,660.01
公共财政平衡率	86.66%	83.07%	86.73%

资料来源:宁波市财政局,中诚信国际整理

余姚市区位优势明显,近年来经济保持较快增长,实力稳步增强,为公司的业务发展提供了良好的外部环境

余姚市位于浙江省东部,地处长江三角洲南翼,东与宁波市江北区、鄞州区相邻,南枕四明山,与奉化、嵊州接壤,西连上虞市,北毗慈溪市,西北于钱塘江、杭州湾中心线与海盐县交界。随着杭州湾跨海大桥的贯通,余姚市已纳入上海“二小时交通圈”,同时,依托杭州市与宁波市两大经济体,余姚市区位优势明显。截至2020年末,余姚市户籍人口达83.43万人。

余姚市是隶属于宁波市的县级市,经济实力较强,整体经济发展水平较高。近年来,余姚市地区经济保持较快增长,2018~2020年,余姚市分别实现地区生产总值(GDP)1,105.08亿元、1,166.26亿元和1,220.72亿元,按可比价格计算,同比分别增长8.0%、7.9%和5.1%。2020年,余姚市第一产业增加值50.19亿元,同比增长0.7%;第二产业增加值701.46亿元,同比增长5.3%;第三产业增加值469.07亿元,同比增长5.2%。2020年余姚市三次产业结构由2019年的4.1:56.9:39调整为4.1:57.5:38.4。余姚市特色产业突出,塑料、模具生产在国内占有重要地位,工业经济以仪表、电子、塑料、化工、轻纺、机械、冶金等传统支柱产业为基础。

固定资产投资方面,2020年固定资产投资增长6.5%,其中民间投资增长5.4%,工业投资下降12.1%,高新技术产业投资下降20.3%,交通投资增长17.1%,生态环境和公共设施投资下降3.7%。2020年,商品房销售面积为237.47万平方米,比上年增长35.6%。

随着经济的持续增长,余姚市财政实力稳步增强。2018~2020年,全市分别完成一般预算收入100.63亿元、107.23亿元和114.20亿元。从税收构成来看,增值税、营业税和企业所得税是税收收入的主要来源,2020年,余姚市实现税收收入98.19亿元,占财政预算收入比重86%。政府性基金收入方面,2020年,余姚市实现政府性基金预算收入100.58亿元,较上年下降59.1%。

财政支出方面,近年来余姚市一般公共财政预算支出持续增加,2018~2020年分别为115.37亿元、122.59亿元和128.89亿元,主要用于教育、文化体育与传媒、社会保障和就业、医疗卫生、节能环保等方面。2020年余姚市实现政府性基金预算支出114.78亿元,同比下降49.4%。从收支平衡来看,2018~2020年全市公共财政收入对公共财政支出的覆盖率为87.23%、87.47%和88.60%。

表2: 2018~2020年余姚市财政收支情况(亿元)

主要指标	2018	2019	2020
一般公共财政预算收入	100.63	107.23	114.20
其中: 税收收入	87.55	91.90	98.19
税收收入占比	87.00%	85.70%	85.98%
一般公共财政预算支出	115.37	122.59	128.89
政府性基金收入	95.23	245.86	100.58
政府性基金支出	97.21	226.87	114.78
公共财政平衡率	87.23%	87.47%	88.60%

资料来源:余姚市财政局,中诚信国际整理

跟踪期内公司仍为余姚市主要的土地一级开发经营主体,业务来源有保障;享有较高的土地出让净收益,业务回款情况较好;但公司土地出让受区域土地市场环境及政策等因素影响较大,出让进度或存在一定不确定性

公司土地一级开发业务的经营主体为公司本部，业务范围主要集中于余姚市核心区域，承担了余姚市60%~70%的土地开发业务。公司经余姚发改委批准同意后自筹资金进行授权区域内的拆迁及土地一级开发。在具体业务开展过程中，公司将项目委托外部具有资质的相关单位负责整理开发，公司自身不承担土地储备职能。

业务模式上，公司自筹资金，委托街道向动迁居民签订动迁协议，并按照拆迁标准对动迁居民进行货币补偿或实物安置，公司同时委托外部具有资质的拆迁公司进行拆迁，土地平整完成达到“三通一平”的基本标准后交城市土地储备中心收储并出让。待公司开发整理的土地进行出让后，公司在土地成本得到返还的基础上获得土地出让净收益的

70%，一般为土地出让当年内收回，但一般回款存在滞后。

账务处理方面，公司将实际土地整理成本计入“存货”科目，待土地完成出让并收到资金返还（土地一级开发投入和70%土地出让净收益的合计数）时，公司结转成本，并将收到的资金返还确认土地整理收入、补贴收入或计入资本公积，具体比例不固定，视当年具体情况而定。

从出让情况来看，公司每年的土地出让系按照政府规划及要求实施，自主性较弱，截至2020年末，公司累计出让了2016-33、34号地块、2018-60号地块、2019-49地块等多个地块，面积共计1,100.16亩，成交总价为65.20亿元，已获得回款52.67亿元。2020年公司实现土地整理收入1.55亿元。

表 3：截至 2021 年 3 月末公司已整理土地的累计出让情况（亩、亿元）

宗地名称	规划用途	面积	总投资	成交价格	已回款
2012-88、89号地块	商业、教育用地	28.02	0.33	0.40	0.16
2013-3号地块	住宅、商业	48.61	1.12	2.82	1.87
2013-53、54、55、56号地块	住宅、商业	279.10	6.41	15.86	12.00
2014-70、71、72、73号地块	住宅、商业、其他商服用地	206.45	6.52	8.20	5.69
2016-33、34号地块	住宅、商业（超 10%）	202.72	7.09	11.77	9.00
2018-60号地块	住宅	146.14	4.38	12.46	9.70
2018-61号地块	住宅	59.01	1.80	5.02	3.65
2018-62、63号地块	其他商服	17.31	0.40	0.43	0.30
2018-85号地块	其他商服用地	2.30	0.01	0.04	--
2019-48号地块	商住（商业超 10%）	39.51	1.20	3.97	5.00
2019-49号地块	商住（商业超 10%）	29.56	0.76	2.42	
2020-23号地块	商业、商务用地	22.01	0.22	0.33	
2020-86号地块	住宅、商务用地	10.00	0.40	1.02	1.00
2020-87号地块	零售商业、餐饮用地	9.42	0.19	0.46	
合计	--	1,100.16	30.83	65.20	52.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2021年3月末，公司正在进行整理开发的地块主要位于黄山周边区块及其他零星地块，预计总投资21.41亿元，已投资6.81亿元。除黄山周边区

块外，其他土地一级开发项目接近尾声，预计在2021年实现出让。

表 4：截至 2021 年 3 月末公司主要在整理土地项目情况（万元、亩）

序号	地块名称	总投资	已投资	可供出让面积	计划出让年份
1	黄山周边区块一	183,040.00	37,000.00	454.35	2021-2024 年
2	康复路东侧	31,100.00	31,100.00	35	2022 年
合计	--	214,140.00	68,100.00	489.35	--

注：表内数据根据公司提供最新资料整理，部分数据较以前年度有所调整；由于黄山周边区块面积较大，公司采取分阶段开发模式，目前仅将公司正在整理的部分纳入统计口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司仍为余姚市重要的安置房建设主体，目前在建

项目规模较小，未来投资资金压力较小；公司暂无

拟建安置房项目，业务可持续性有待观察

安置房业务模式方面，公司接受余姚市人民政府房屋动迁管理办公室等政府部门委托，根据政府的建设规划，筹集资金以招拍挂的形式先购买安置房用地，后委托余姚市公共项目建设管理中心进行安置房的建设，建设资金由公司自筹，按照工程进度拨付给施工方，余姚市公共项目建设管理中心将安置房建设完毕后移交公司，公司与其结算并支付其较少的代建费（一般为3%）。

安置房销售方面，余姚市各街道根据实际安置需求向余姚市动迁办进行安置房的申请，余姚市动迁办再根据各街道申请的安置房数量向公司申请所需的安置房，待安置完毕后动迁办根据最终实际

安置户数支付相应费用。安置房销售价格依据余政办发【2013】158号文，按照安置房建设审计核定成本的114%为安置房价格，公司按实际收款金额向安置户开具销售发票，并以开票金额确认营业收入。对于安置后剩余的零星房源，公司通常按照第三方评估的价格（价格不高于普通商品房）进行拍卖销售，该部分收入也计入安置房销售收入。2020年，公司确认安置房销售收入4.14亿元。

截至2021年3月末，公司达到可销售状态的安置房包括白鹂江景、兰墅三期及锦湖华庭等，总可售面积140.75万平方米，已全部完成销售，已实现销售金额120.36亿元，实际已回款100.31亿元。截至2021年3月末，公司无在建安置房项目。

表5：截至2021年3月末公司安置房项目销售情况（平方米、万元/平方米、万元、%）

小区名称	总可售面积	已开票面积	已调拨未开票面积	已销售面积	均价	已销售额	已调拨未开票金额	已回款金额	进度
丹凤新村	9,350.00	9,200.97	149.03	9,350.00	8,500.00	7,947.50	126.68	7,820.82	0.98
花园新村	1,071.00	1,016.22	54.78	1,071.00	8,500.00	910.35	46.56	863.79	0.95
中山家园	139,925.00	139,312.74	612.26	139,925.00	8,650.00	121,035.13	529.60	120,505.52	1.00
佳汇景苑	99,719.00	95,839.35	3,879.65	99,719.00	9,500.00	94,733.05	3,685.67	91,047.38	0.96
胡公岩小区	8,846.00	8,513.07	332.93	8,846.00	6,850.00	6,059.51	228.06	5,831.45	0.96
白云小区一二期	101,851.00	100,099.70	1,751.30	101,851.00	9,500.00	96,758.45	1,663.74	95,094.72	0.98
白云小区三期	30,891.00	30,850.58	40.42	30,891.00	9,750.00	30,118.73	39.41	30,079.32	1.00
四明公寓三期	38,942.00	38,540.65	401.35	38,942.00	9,650.00	37,579.03	387.30	37,191.73	0.99
四明公寓四期	11,659.00	11,081.91	577.09	11,659.00	9,850.00	11,484.12	568.43	10,915.68	0.95
丰南公寓二期	16,084.00	15,566.74	517.26	16,084.00	7,700.00	12,384.68	398.29	11,986.39	0.97
明珠公寓二期A区	27,500.00	0.00	27,500.00	27,500.00	5,850.00	16,087.50	16,087.50	0.00	0.00
明珠公寓二期B区	15,293.00	15,293.51	0.00	15,293.00	5,820.00	8,900.82	0.00	8,900.82	1.00
云瑞佳苑二期	18,411.00	17,055.83	1,355.17	18,411.00	7,500.00	13,808.25	1,016.38	12,791.87	0.93
云瑞佳苑三期	20,976.00	19,339.07	1,636.93	20,976.00	7,500.00	15,732.00	1,227.70	14,504.30	0.92
云瑞佳苑四期	29,178.00	21,914.62	7,263.38	29,178.00	7,500.00	21,883.50	5,447.54	16,435.97	0.75
晨光家园一期	43,718.00	39,902.53	3,815.47	43,718.00	8,780.00	38,384.40	3,349.98	35,034.42	0.91
晨光家园二期	15,324.00	15,197.41	126.59	15,324.00	8,780.00	13,454.47	111.15	13,343.33	0.99
晨光家园三期	23,595.00	22,770.71	824.29	23,595.00	8,780.00	20,716.41	723.73	19,992.68	0.97
康宁新居	26,706.00	22,080.88	4,625.12	26,706.00	9,500.00	25,370.70	4,393.86	20,976.84	0.83
黄山公寓	40,178.00	33,133.65	7,044.35	40,178.00	7,250.00	29,129.05	5,107.15	24,021.90	0.82

锦湖华庭	152,947.00	140,893.02	12,053.98	152,947.00	7,500.00	114,710.25	9,040.49	105,669.77	0.92
北辰雅苑	90,921.00	56,539.59	34,381.41	90,921.00	7,850.00	71,372.99	26,989.41	44,383.58	0.62
白鹂江景	118,420.00	108,319.57	10,100.43	118,420.00	9,350.00	110,722.70	9,443.90	101,278.80	0.91
方圆人家	42,390.00	27,907.67	14,482.33	42,390.00	7,000.00	29,673.00	10,137.63	19,535.37	0.66
兰墅三期	122,918.00	92,600.74	30,317.26	122,918.00	10,000.00	122,918.00	30,317.26	92,600.74	0.75
兰墅三期(南区)	88,306.00	62,253.12	26,052.88	88,306.00	10,000.00	88,306.00	26,052.88	62,253.12	0.70
安馨华苑	72,339.00	0.00	72,339.00	72,339.00	6,000.00	43,403.40	43,403.40	0.00	0.00
合计	1,407,458.00	1,145,223.85	262,234.66	1,407,458.00		1,203,583.98	200,523.69	1,003,060.29	0.81

注：丹凤新村、花园新村、胡公岩小区、明珠公寓二期A区及黄山公寓等安置房为公司购买用于安置的房源；表内数据根据公司提供最新资料整理，部分数据较以前年度有所调整。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

如前所述，通常安置后会有剩余零散房源，公司可拍卖销售。2018~2020年，公司分别拍卖安置房23户、85户和71户，拍卖均价分别为9,115元/平方米、14,116元/平方米和12,899元/平方米，分别确认安置房拍卖收入1,370万元、10,367万元和8,734.55万元。

2020年公司供水业务收入与上年持平；污水收集业务未来主要通过补贴收入平衡，对利润的贡献有限

公司供水及污水业务经营范围集中在余姚市内，供水范围逐步深入至乡镇，2018~2020年及2021年1~3月，公司实现供水业务收入分别为2.92亿元、2.59亿元、2.59亿元和0.66亿元，其中，2019年受工商业经济景气程度影响，工商业用水有所下降，使得供水业务收入回落，2020年则与上年基本持平。同期，公司污水处理业务收入分别为0.33亿元、0.98亿元、0.95亿元和0.24亿元。

(1) 供水板块

公司供水业务主要由一水公司和二水公司负责。同时，公司下属子公司姚东自来水公司负责余姚三镇的自来水供应，2019年1月姚东自来水公司进入正常运营状态。

一水公司主要负责余姚市市区四个街道的自来水供应以及供水管网的建设、安装以及维护等工作，供水区域东至同光、南至梁辉、西至郭相桥、

北至梁堰，供水普及率100%。2020年一水公司年平均日供水量达12.59万立方米/日，供水总量达4,594.10万立方米。

余姚市第二自来水有限公司承担着余姚市西北区域的供水工作。近年二水公司日供水能力均为12万立方米/日，2020年，平均日供水量为12.47万立方米/日，供水总量达4,552.80万立方米。

姚东自来水公司主要负责姚东三镇的自来水供应，姚东水厂扩建已于2014年12月30日顺利完工，供水管网完成1,230公里。姚东自来水有限公司于2019年1月份开始运营，2020年日供水能力为2,77万立方米/日，同期管网漏损率为1.84%。

表6：2018~2020年及2021年1~3月一水公司运营情况

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
日供水能力 (万立方米/日)	28.5	28.5	28.5	28.5
平均日供水量 (万立方米/日)	13.17	12.95	12.59	13.18
供水总量 (万立方米/当期)	4,805.63	4,726.54	4,594.10	1,186.09
售水总量 (万立方米/当期)	4,142.00	4,133.84	4,261.13	1,012.68
管网漏损率(%)	11.51	10.42	6.19	9.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表7：2018~2020年及2021年1~3月二水公司运营情况

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
日供水能力 (万立方米/日)	12	12	12	12
平均日供水量	11.31	11.44	12.47	11.99

(万立方米/日)				
供水总量 (万立方米/当期)	4,127.69	4,177.69	4,552.80	1,079.89
售水总量 (万立方米/当期)	3,351.29	3,506.15	3,789.60	950.2
管网漏损率 (%)	18.81	16.07	16.76	12.01

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2019 年及 2021 年 1~3 月姚东自来水公司运营情况

项目	2019	2020	2021.1~3
日供水能力 (万立方米/日)	2	2.23	2.77
供水总量 (万立方米/当期)	779.73	819.34	244.33
售水总量 (万立方米/当期)	765.36	812.15	249.29

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

水费结算模式方面，由于公司供水业务在余姚地区基本呈垄断态势，所以公司的销售模式较为单一，供水范围内居民用水按两个月一抄，工业企业等用水按每月抄表，其中小型企业用水也按两个月一抄。目前自来水水费主要通过一户通批扣，其余通过窗口缴费、邮政报刊亭缴费、银行实时现金缴费、支付宝支付等方式收取，水费欠缴现象较少。售水价格方面，公司供水主要涉及居民生活用水、工商业用水、特种行业用水，其中居民用水采取阶梯水价模式，公司总体水价近年来变化不大。

表 9：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月一水公司售水结构 (万吨、元/立方米)

类别	2018		2019		2020		2021.1~3	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价	销量	单价
居民生活用水	2,163.81	2.75~5.95	2,233.77	2.75~5.95	2,364.78	2.75~5.95	547.89	2.75~5.95
工商业用水	1,957.12	5.45	1,890.14	5.45	1,880.17	5.45	458.91	5.45
特种行业用水	12.70	8.00	12.23	8.00	7.1	8.00	3.83	8.00
其他	8.37	3.45	-2.30	3.45	9.08	3.45	2.05	3.45
合计	4,142.00	--	4,133.84	--	4,261.13	--	1,012.68	--

注：2019 年其他用水销量为负主要系公司供水小区将消防用水计入居民生活用水量，出现多缴费情况，目前根据协商退回 90% 售水费用。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 10：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月二水公司售水结构 (万吨、元/立方米)

类别	2018		2019		2020		2021.1~3	
	销量	单价	销量	单价	销量	单价	销量	单价
民用生活用水	1,258.09	2.46	1,290.73	2.47	1,361.07	2.47	315.70	2.44
工商业用水	2,093.20	4.32	1,640.92	4.09	1,819.20	3.93	472.43	4.09
特种行业用水	--	--	--	--	--	--	--	--
其他	--	--	574.5	4.10	609.33	4.10	162.07	4.10
合计	3,351.29	-	3,506.15	-	3,789.60	--	950.20	--

注：1、原来对于二水公司供水范围的居民用水不征收污水费，2017 年新水价执行以后污水费是按照征收价格不能低于 0.85 元的标准执行。为减轻居民负担，水价（包含污水费）总体上升 0.75 元，即纯供水价格有所下降；2、自 2018 年后，二水公司售水范围内无符合特种行业用水性质用户。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 11：姚东自来水公司售水结构 (万吨、%)

项目	2019 年		2020		2021.1~3	
	销量	占比	销量	占比	销量	占比
居民用水	500.34	65.37	541.35	66.65	166.19	66.67
工业用水	265.02	34.63	270.80	33.35	83.10	33.33
特种行业用水	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	-	-
合计	765.36	100.00	812.15	100	249.29	100

水源方面，公司原水水源主要取自四明湖水库、陆埠水库、梁辉水库及双溪口水库，原水质量较好，主要系二类水，水资源费 0.2 元/立方米，较优质的水源在一定程度上保证了水质且降低水处理成本。2020 年，一水公司、二水公司和姚东公司原水采购量分别为 4,950 万吨、4,587.75 万吨和 812.15 万吨。一水公司和二水公司购买原水后直接委托余姚首创水务有限公司进行水的加工处理并支付加工处理费，姚东自来水公司自行加工处理原水。具

体原水购水价格以及包含加工处理费后的净水价格如下：

表 12：2018~2020 年 2021 年 1~3 月购水价格（元/立方米）

项目名称	购水主体	2017	2018	2020	2021.1~3
净水价格	一水公司	购水量不超过 3,400 万吨	1.82	1.85	1.89
		购水量超过 3,400 万吨	0.43	0.44	0.45
	二水公司		0.63	0.63	0.66
原水价格	姚东自来水公司		--	2.60	2.60
	一水公司		0.52	0.52	0.50
	二水公司		0.52	0.52	0.52
	姚东自来水公司		--	0.52	0.52

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，公司目前供水板块在建项目主要为东环北路DN1200给水管道安装工程，工程概算约为1.650万元，截至2020年末工程完成进度约96%，资金来源为自筹。

（2）污水收集

公司污水处理业务主要由排水公司负责，排水公司系余姚市唯一的污水处理企业，垄断优势明显。排水公司主要负责余姚市城区以及周边部分乡镇污水收集、污水管网、泵站、处理设施的建设和运营管理，以及余姚市排涝工程建设，其中排水公司的污水收集范围已从城区拓展东至三七市、河姆渡、南至梁弄、西至牟山、黄家埠、北至杭州湾海涂。

业务模式方面，排水公司主要将余姚市城区以及周边部分乡镇的生活和工业污水进行收集后转运到下游污水处理公司，公司从上游收集污水及转运到下游污水处理公司过程中均不向双方收费，政府每年末对公司污水收集过程中产生的管网折旧、人工费等费用进行一定补贴返还，以保证公司平稳运营。

污水收集能力方面，2018年末，受公司污水收集提高标准和扩建影响，污水收集能力由15.00万吨/日提升为22.50万吨/日。2020年实际污水收集量达19.15万吨/日。截至2021年3月末，公司共管辖污水管道358.95公里，雨水管道317公里，雨污合流管道40公里；污水处理泵站75座，雨水泵站36座，公司污水收集服务面积为1,272.15平方公里。

表 13：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司污水处理情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
实际污水收集量（万吨/日）	17.78	19.03	19.15	20.49
理论收集能力（万吨/日）	22.50	22.50	22.50	22.50
服务范围（公里）	1,272.15	1,272.15	1,272.15	1,272.15
污水管网（千米）	292.15	358.95	358.95	358.95
城市污水处理率（%）	87.50	87.50	87.50	87.50

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司运营的燃气供应业务具有区域垄断性，客户来源相对稳定，2020 年液化天然气销量快速增长，使得天然气板块收入进一步提高

公司天然气供应业务由天然气公司具体运营。天然气公司主要负责余姚市城区6个街道以及区外3个乡镇的天然气供应，业务范围较广，目前已垄断了余姚市区的天然气业务。2019年天然气公司、上海燃气公司和上海国源中企实业股份有限公司共同出资设立了余姚申燃能源有限公司（以下简称“申燃能源”），主要经营液化天然气供应业务，截至目前，天然气公司持有申燃能源45%股权，由于公司指派的董事人数在申燃能源董事会中占多数，故将其纳入合并范围。

（1）气化天然气

业务模式方面，气化天然气业务的开展主要采用“外购、加压、输送”的模式，即公司从天然气供应商获得管道燃气，经过简单的加压处理后再将天然气输送到终端用户。截至2021年3月末，天然气公

司共铺设天然气管网1,006.29公里，其中高压管网17.94公里、中低压管网988.35公里，管网长度有所增加，日供气能力为50万立方米/日。

采购方面，天然气公司与浙江省天然气开发有限公司签订长期合作协议，由浙江省天然气开发有限公司负责按协议所列条款和条件出售天然气，并输送至交接点。供应气量由浙江省天然气开发有限公司根据天然气公司用气计划安排。

2018~2020年，公司分别实现气化天然气供应收入1.39亿元、1.78亿元和1.85亿元，总体呈上升态势，主要系供应总量增加以及销售单价较高的非居民用气占比上升所致。

销售定价方面，政府具有天然气定价权，居民用气实行政府定价，非居民用气实行政府指导价格。2017年，居民用气价格由最高价格2.80元/立方

米调整为阶梯价格，第一阶梯（年用气量小于242立方米）2.80元/立方米，第二阶梯（年用气量介于242立方米和1,800立方米之间）3.36元/立方米，第三阶梯（年用气量大于1,800立方米）4.20元/立方米。截至2021年3月末，非居民用气最高价格降至3.75元/立方米。

目前，天然气公司尚未实现余姚市天然气供应全覆盖，部分地区仍使用煤气作为生活用燃气，未来，天然气公司计划扩大天然气供应范围和管网铺设范围。截至2021年3月末，天然气公司在建6个从市区到乡镇的管网项目，预计总投资0.70亿元左右；此外，公司加快推进余姚天然气保障工程建设，该工程涵盖位于中意产业园内的LNG应急气源站及其连接的中高压管线，预计总投资2.26亿元。

表 14：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司气化天然气供应情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
天然气供应量（万立方米）	5,141.29	5,734.94	6,850.93	2,217.96
其中：居民	1,135.97	1,373.47	1,551.37	591.84
非居民	4,005.32	4,361.47	5,299.56	1,626.12
天然气供应均价（元/立方米）	2.70	3.10	2.70	2.83
其中：居民	2.70	2.76	2.75	2.79
非居民	2.70	3.20	2.68	2.84
供应户数（万户）	9.47	10.31	11.26	11.49
其中：居民	9.39	10.29	11.16	11.39
非居民	0.08	0.02	0.10	0.10

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

（2）液化天然气

液化天然气供应为点供形式，公司从上游供应商取得液化天然气，由专运危运公司槽车运气至下游客户工厂或收接门站下液。自2019年申燃能源运营以来，公司液化天然气业务取得较快发展，业务规模及收入快速增长。

公司液化天然气主要供应商为上海久联集团有限公司，公司以销售量确定采购量，2019~2020年和2021年1~3月公司液化天然气的采购量分别为2.08万吨、12.22万吨和1.78万吨。采购单价分别为3,223.20元/吨、2,720.50元/吨和4,418.86元/吨，采购采用预付方式，每月末按交易结算单金额进行结

算。

表 15：2019 年及 2021 年 1~3 月公司液化天然气供应情况
(万吨、元/吨)

项目	2019	2020	2021.1~3
采购数量	2.08	12.22	1.78
平均采购价格	3,223.20	2,720.50	4,418.86
销售数量	2.08	12.22	1.78
平均销售价格	3,254.91	2,742.83	4,451.26

注：销售和采购价格中均包含运输费和气化费。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

近年来公司新增广播电视、粮油销售等业务，为公司收入提供一定补充

公司粮油销售业务由 2019 年划拨至公司名下

的子公司粮食收储公司运营，主要开展粮油的收购和销售业务。销售客户以宁波地区为主，主要有宁波梁桥米业有限公司、浙江省镇海港中转粮库有限公司、余姚市裕丰粮油酒业有限公司等。收入模式为销货款偿还粮食收购支付款，销售差价、经营及管理费用将由财政进行补贴。公司采用货款到账之后发货的结算模式，不存在赊账情况。2020年，公司粮油销售业务规模增长较快，全年实现粮油销售收入1.91亿元。

公司广播电视台业务主要由2019年划拨至公司的子公司余姚广告公司和余姚广电公司负责运营。余姚广告公司收入包括电视广告设计、制作、策划、承办展会及庆典等，未来将通过新媒体运营方式拓展客户群体；余姚广电公司通过大型活动承办，专题拍摄制作，网络直播、电视播出等获取收入，经营收入的30%需上交至余姚市广播电视台，公司经营管理、人员工资及活动成本费用支出全由公司负担，目前以网路视频直播为主要经营方向。2020年公司实现广播电视台收入0.09亿元。

财务分析

以下分析基于公司提供的经利安达会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年度审计报告、2020年度审计报告及公司提供的未经审计的2021年一季度财务报表。2018年及2019年财务数据分别采用次年审计报告期初数，2020年财务数据采用当年审计报告期末数。公司各期财务报表均按照新会计准则编制。

2020年公司主营业务运营良好，且天然气供应、粮油销售等业务收入增长较快，公司收入规模有所提高；此外，土地出让金返还和政府补助对公司收益形成良好补充

得益于土地出让的稳步推进，以及液化天然气供应、粮油销售等业务的较快发展，2020年公司收入水平有所提高。2018~2020年及2021年1~3月，公司营业收入分别为11.02亿元、15.36亿元、18.61亿元

和4.19亿元。分板块来看，公司安置房收入占比较高，受安置房项目建设和销售进度等因素影响，板块收入有所波动。公司土地出让收入方面，随着土地整理和出让的进度存在一定波动。2020年公司供水总量略有增长，实现收入与上年基本持平。随着液化天然气业务的拓展，天然气销量较快增长，公司天然气供应收入显著增加。此外拍卖佣金、检测费、路灯安装维修、气化天然气供应、物业、广播电视台、停车场租赁和粮油销售等业务，对收入形成一定补充。

从毛利率水平来看，2018~2020年及2021年1~3月，公司营业毛利率分别为12.68%、16.74%、10.82%和7.16%，2020年天然气供应板块毛利率有所下降且占营业总收入比重较大，使得公司综合毛利率水平下降。公司2020年安置房毛利率上升主要系市场价格拍卖销售的安置房价格上涨，利润空间增大所致。公司的供水业务成本除源水采购外，亦包括管网设备的折旧等成本，2020年公司新增水管管网工程，发生的折旧费用有所增长，导致供水业务毛利率出现下降。公司土地整理板块盈利能力较强，近年毛利率均超过50%，稳定性较高，对公司盈利能力形成有效支撑。2020年公司天然气业务毛利率下行，主要系新建的管网工程固定资产折旧计入成本所致。近年来公司污水处理板块毛利率为负主要系固定成本投入较高、运营成本较高，且污水处理费受政府限价，盈利空间有限。

表 16：近年来公司营业收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2018	2019	2020
安置房销售	3.61	4.51	4.14
土地整理	1.90	2.91	1.55
供水	2.92	2.59	2.59
天然气供应	1.39	2.49	5.00
污水处理	0.33	0.98	0.95
燃气具及配件销售	0.002	0.00008	0.002
拍卖佣金	0.01	0.02	0.03
检测费	0.07	0.07	0.10
路灯安装维修	0.18	0.25	0.23
物业管理	--	0.06	0.06
广播电视台	--	0.07	0.09
停车场租赁	--	0.01	0.01
粮油销售	--	0.32	1.91

金属回收收入	--	--	0.09
自营及代理进出口业务	--	--	0.49
其他业务	0.61	1.08	1.34
合计	11.02	15.36	18.61
毛利率	2018	2019	2020
安置房销售	11.83	12.01	14.10
土地整理	52.00	52.00	54.32
供水	5.47	11.34	9.18
天然气供应	9.24	7.77	4.08
污水处理	-153.74	-53.09	-45.21
燃气具及配件销售	7.86	8.19	6.77
拍卖佣金	38.89	66.61	75.54
检测费	54.67	82.82	75.28
路灯安装维修	25.18	24.14	27.74
物业管理	--	-37.98	-76.25
广播电视	--	38.16	25.07
停车场租赁	--	100.00	100.00
粮油销售	--	-26.77	-10.61
金属回收收入	--	--	72.94
自营及代理进出口业务	--	--	0.71
其他业务	17.90	44.75	42.08
合计	12.68	16.74	10.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2018~2020年，公司期间费用合计分别为1.23亿元、2.24亿元和1.93亿元，以管理费用和财务费用为主。其中，公司管理费用主要由职工薪酬、日常开支等构成；财务费用方面，2020年公司调整融资结构使得利息支出减少，财务费用下降。2018~2020年，公司期间费用收入占比分别为11.18%、14.57%和10.36%。2021年1~3月，公司期间费用合计为0.46亿元，期间费用收入占比为10.92%。

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成，2018~2020年及2021年1~3月，经营性业务利润分别为0.23亿元、0.63亿元、0.56亿元和0.06亿元。经营性业务利润中的其他收益均来自于政府补助，2020年公司盈利水平较高的土地整理业务收入减少，同时毛利率相对较低的天然气供应业务收入占比增加，使得公司在营业收入增长的情况下，经营性业务利润仍出现下滑。2018~2020年及2021年1~3月，营业外损益分别为1.76亿元、1.73亿元、1.89亿元和0.08亿元，主要为土地出让金返还和

财政贴息相关的政府补助，对公司收益形成良好补充。

表 17：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	0.18	0.24	0.34	0.08
管理费用	0.51	0.65	0.72	0.20
财务费用	0.55	1.35	0.87	0.18
期间费用合计	1.23	2.24	1.93	0.46
期间费用率	11.18	14.57	10.36	10.92
经营性业务利润	0.23	0.63	0.56	-0.06
利润总额	2.02	2.38	2.68	0.004
其中：其他收益	0.19	0.39	0.74	0.10
营业外损益	1.76	1.73	1.89	0.08

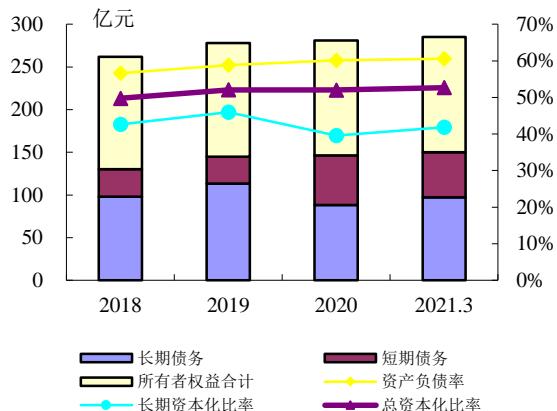
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

随着业务的发展，融资活动继续增加，公司资产规模、负债规模亦持续增长；存货和其他非流动资产占总资产比重较大，整体资产流动性较弱

随着公司业务的持续推进以及融资活动的增加，公司资产和负债规模持续增加。2018~2020年末及2021年3月末，公司总资产分别为303.64亿元、323.44亿元、338.76亿元和341.95亿元；同期总负债分别为172.02亿元、190.25亿元、203.86亿元和207.12亿元。同期所有者权益分别为131.62亿元、133.20亿元、134.90亿元和134.83亿元。

近年来公司资产及负债规模均保持一定增长，财务杠杆水平变化不大。2018~2020年末及2021年3月末，公司资产负债率分别56.65%、58.82%、60.18%和60.57%；同期，总资本化比率分别为49.76%、52.07%、52.02%和52.69%，若将公司发行的永续中票纳入债务口径核算，公司杠杆水平将进一步增长。

图 1：2018~2020 年末及 2021 年 3 月末资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产结构方面，公司资产以流动资产为主，截至2021年3月末，流动资产占总资产比重为71.84%。公司流动资产主要由货币资金、预付款项、存货构成。具体科目来看，2018~2020年末及2021年3月末，公司货币资金分别为30.07亿元、28.26亿元、34.70亿元和35.92亿元，主要以银行存款为主，截至2021年3月末，受限货币资金为3.90亿元，主要为公司用于担保的定期存款或通知存款。2018~2020年末及2021年3月末，公司预付款项分别为32.63亿元、35.29亿元、39.20亿元和39.70亿元，主要为预付余姚市动迁办、余姚市污水收集工程指挥部及西北环线南侧凤山地块开发建设前期指挥部款项，且账龄均在3年以上。截至2020年末，公司预付账款账龄3年以上占比为76.14%，金额为29.85亿元，账龄较长的主要原因是预付账款所涉及项目本身建设工期较长，尚未完工，且完工后还需要竣工决算审计，未决算前因实际工程造价不确定，亦无法结算，中诚信国际将持续关注公司的结算回款情况。公司的存货主要由库存商品和开发成本构成，其中开发成本包括公司对土地整理开发、在建安置房及市政基础设施建设等项目的研发投入，2018~2020年末及2021年3月末，公司存货分别为155.72亿元、160.88亿元、165.52亿元和165.68亿元，随着公司业务的开展呈现增长趋势。截至2021年3月末，公司存货中包含部分未与政府决算的市政基础设施投入38.36亿元，该部分市政基础设施由公司自筹资金建设，未

来通过配套费和政府补助等形式获得资金回流，预计未来资金回收周期较长，对此中诚信国际将保持关注。

非流动资产方面，截至2021年3月末，非流动资产占总资产比重为28.16%，主要由固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。2018~2020年末及2021年3月末，公司固定资产分别为15.11亿元、17.41亿元、18.55亿元和18.50亿元，主要由房屋建筑物和机器设备构成，房屋建筑物系公司及其子公司自用办公楼等，机器设备主要系天然气和供水的管道等。2018~2020年末及2021年3月末，公司在建工程分别为13.10亿元、10.79亿元、12.56亿元和14.26亿元。公司无形资产相对稳定，2018~2019年末均为15.33亿元，截至2021年3月末略有增长至15.45亿元，主要为土地使用权，均由公司招拍挂方式获得，土地性质包括混合用地、商业用地、工业用地、商服用地，均以成本价值入账，已全部缴纳土地出让金。2018~2020年末及2021年3月末，公司其他非流动资产分别为26.38亿元、30.51亿元、32.01亿元和32.85亿元，主要由市政基础设施和递延税款组成，截至2021年3月末公司已完工的市政基础设施账面价值为31.98亿元。

表 18：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	30.07	28.26	34.70	35.92
预付账款	32.63	35.29	39.20	39.70
存货	155.72	160.88	165.52	165.68
其他非流动资产	26.38	30.51	32.01	32.85

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

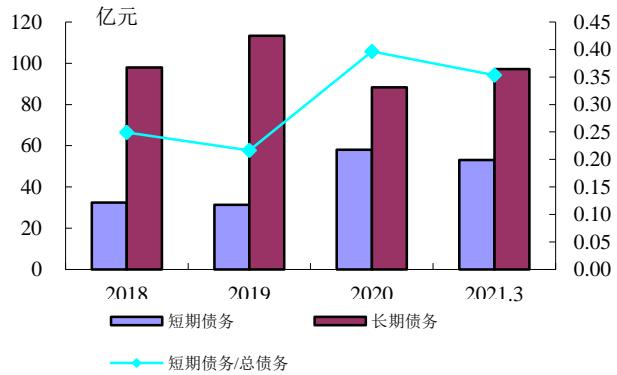
流动负债方面，截至2021年3月末，公司流动负债占负债总额的51.80%，主要由预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债构成。2018~2020年末及2021年3月末，公司预收款项分别为6.67亿元、7.22亿元、11.74亿元和11.53亿元，主要为预收工程款和安置房款。公司其他应付款主要为应付余姚市财政局、舜建集团、余姚市城镇建设开发有限公司、余姚市棚户区改造投资建设有限公司和余姚市四明广场建设投资有限公司的往来款，

2018~2020年末及2021年3月末，其他应付款（不含应付利息）分别为26.32亿元、26.24亿元、33.27亿元和33.14亿元，公司其他应付款增加主要系收到余姚市财政返还但尚未决算的土地出让金。2018~2020年末及2021年3月末，公司一年内到期的非流动负债分别为24.01亿元、24.40亿元、46.12亿元和45.21亿元，主要由一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券构成。

非流动负债方面，公司非流动负债主要由长期借款和应付债券构成。2018~2020年末及2021年3月末，公司长期借款分别为29.97亿元、24.13亿元、29.09和31.82亿元，长期借款包括质押、抵押和保证等方式。2018~2020年末及2021年3月末，公司应付债券¹分别为67.44亿元、87.38亿元、55.15亿元和58.13亿元，整体规模较大。

近年来公司业务开展带动融资需求增强，公司总债务规模呈稳步上升趋势，2018~2020年末及2021年3月末，公司总债务分别为130.36亿元、144.70亿元、146.25亿元和150.14亿元。截至2021年3月末，公司长短期债务比为0.55倍，受存量债券集中临近到期影响，短期债务占比有所提升，但总体债务结构仍较为合理。

图 2：2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

2020 年公司预收款及往来款流入大幅增加，经营活动净现金流对债务的覆盖水平显著提升；近年到期

¹ 2017 年，公司发行了金额为 5 亿元的“2017 余姚城投 MTN002”永续中票。2018 年，公司发行了“18 余姚城投 MTN001”、“18 余姚城

的债务规模较大，公司存在一定的短期偿债压力

2020 年公司以预收安置房款为主要的预收款项较快增长，加之往来款支出减少，带动经营活动净现金流由负转正，对债务本息覆盖水平显著提升。

获现能力方面，公司 EBITDA 主要由利润总额及折旧构成，2018~2020 年，公司分别为 3.68 亿元、4.89 亿元和 4.83 亿元，其中利润总额占 EBITDA 比重分别为 54.89%、48.72% 和 55.51%。

偿债指标方面，2020 年，公司总债务/EBITDA 为 30.28 倍，较上年上升 0.71 倍，EBITDA 对债务本金的覆盖能力略有下降；EBITDA 利息保障倍数为 0.63 倍，较上年下降 0.02 倍，仍无法完全覆盖利息支出。

表 19：近年来公司偿债能力分析 (亿元、倍)

指标	2018	2019	2020	2021.1~3
短期债务	32.47	31.32	57.99	53.04
长期债务	97.89	113.38	88.26	97.10
总债务	130.36	144.70	146.25	150.14
货币资金/短期债务	0.93	0.90	0.60	0.68
EBITDA/短期债务	0.11	0.16	0.08	--
经营活动净现金流	2.56	-0.09	15.66	0.58
经营活动净现金/总债务	0.02	-0.0006	0.11	0.02
经营活动净现金流/利息覆盖倍数	0.33	-0.01	2.05	0.34
EBITDA	3.68	4.89	4.83	--
总债务/EBITDA	35.41	29.57	30.28	--
EBITDA 利息倍数	0.48	0.65	0.63	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

具体到期分布来看，公司 2021 年 4~12 月、2022 年、2023 年、2024 年及以后到期债务金额分别为 48.50 亿元、42.23 亿元、15.60 亿元和 63.65 亿元，到期债务集中在 2021 年和 2022 年，存在一定短期偿付压力。

表 20：截至 2021 年 3 月末公司债务到期情况 (亿元)

	2021.4-12	2022	2023	2024 及以后
到期债务	48.50	42.23	15.60	63.65

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至 2021 年 3 月末，公司及子公

投 MTN003”和“18 余姚城投 MTN004”永续中票，发行金额合计 15 亿元。公司将上述四只永续中票均计入“其他权益工具”核算。

司获得银行授信额度共计119.42亿元，其中尚未使用的授信额度为59.72亿元，具有一定的备用流动性。

对外担保方面，截至2021年3月末，公司对外担保合计20.68亿元，占公司净资产的15.34%，被担保单位主要为余姚市国有企业，但仍需关注其或有负债风险。

受限资产方面，截至2021年3月末，公司将房产、土地使用权、货币资金等用于抵质押，受限资产账面价值合计为44.74亿元，占总资产的比重为13.08%。

过往债务履约情况：根据公司提供的企业信用报告及证明资料，截至2021年4月6日，公司未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

外部支持

公司作为余姚市重要的城市建设和运营主体，获得政府及股东方在业务回款、股权划转、债务置换等方面的支持

公司作为余姚市重要的城市建设和运营主体，承接余姚市核心区域的土地一级开发及安置房建设工作，余姚市人民政府给予公司较大的政策支持，对于由公司整理的土地完成出让后，公司获得土地一级开发成本返还以及土地出让净收益的70%，有效保证了公司持续开发所需资金。

2020年，公司接受余姚市商业局无偿划转余姚市兴国商业资产管理有限公司100%股权1,929.50万元、宁波市新宇进出口有限公司100%股权220.00万元，子公司余姚市粮食收储有限公司接受划拨固定资产51.74万元，子公司余姚市金属回收公司接受划拨舜北加油站股权50.00万元，政府为公司业务多元化发展以及收入、现金流规模的扩大提供有益支持。

公司股东方通过政府债务置换以及资产划入等方式不断充实公司资本实力、化解债务压力。

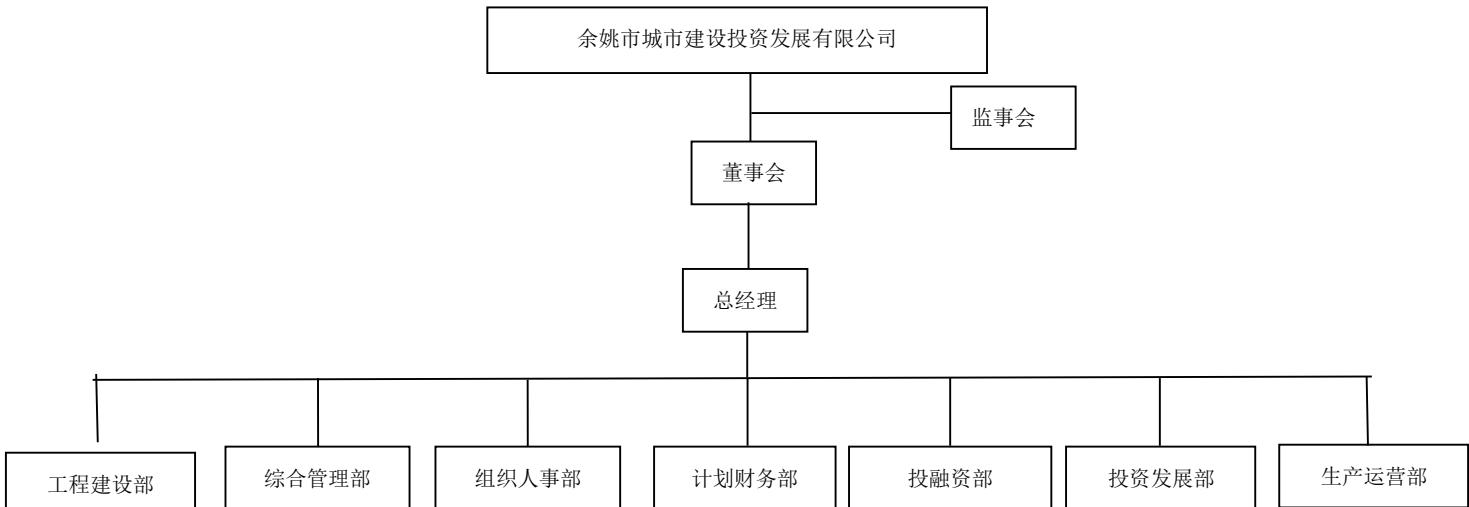
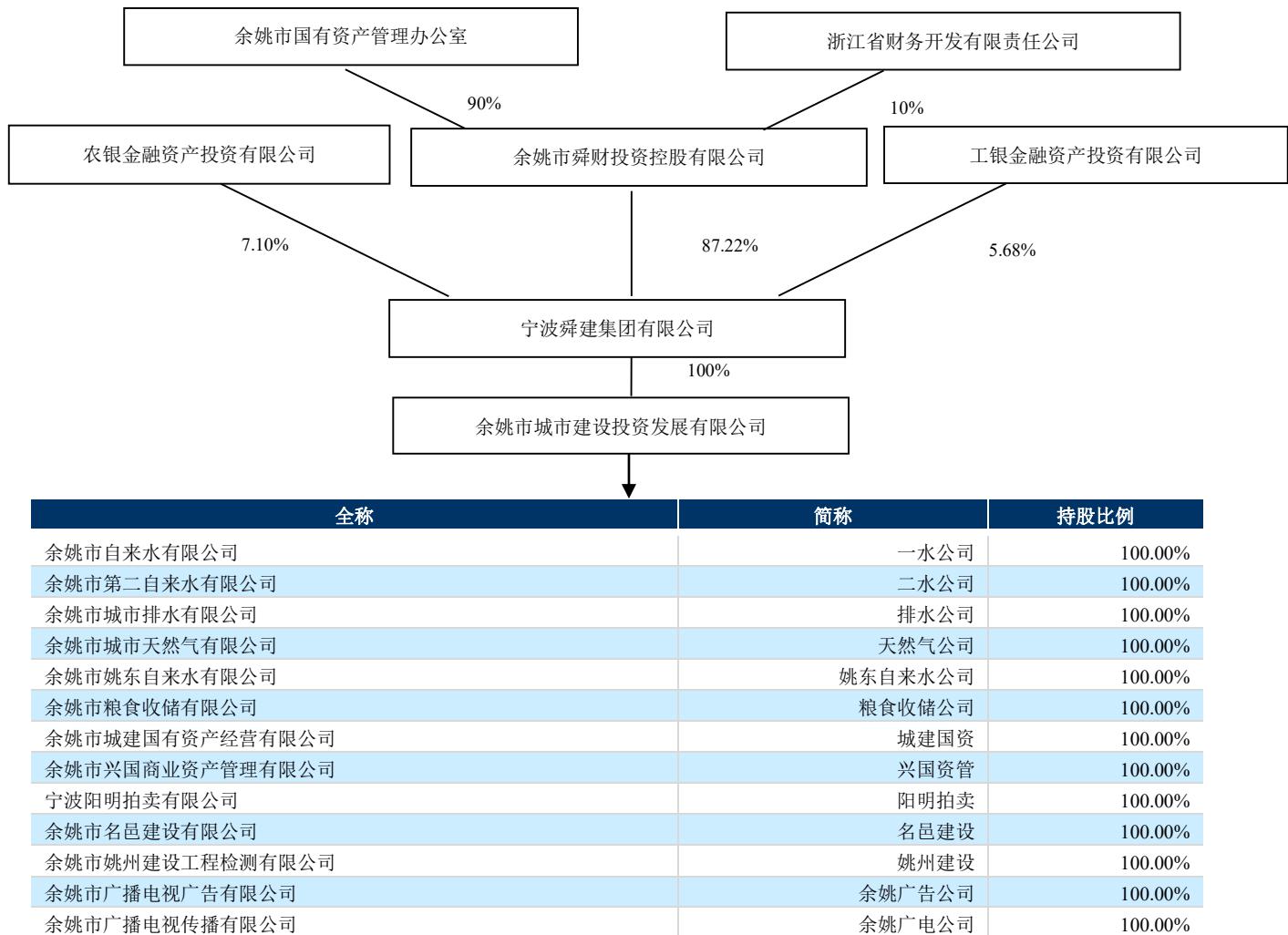
2018年，公司收到财政债务置换资金3.00亿元计入资本公积。

此外，公司持续获得政府提供的相应补助和贴息，包括污水处理补贴、地储粮油收购其他补贴、基础设施建设补贴、地储粮油收购贴息以及计入企业发展基金的土地出让金返还等，2018~2020年公司分别获得政府补助1.94亿元、2.11亿元和2.61亿元。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持余姚市城市建设投资发展有限公司主体信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，维持“18余姚城投MTN004”、“19余姚城投MTN001”、“19余姚城投MTN002”、“20余投01”和“21余姚01”的信用等级为AA⁺。

附一：余姚市城市建设投资发展有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：余姚市城市建设投资发展有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据 (单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	300,741.79	282,595.92	347,002.78	359,216.77
应收账款	22,082.66	29,957.31	10,584.90	10,742.12
其他应收款	57,723.16	27,622.61	24,330.02	26,125.19
存货	1,557,181.26	1,608,787.51	1,655,205.46	1,656,754.96
长期投资	64,150.00	91,344.58	71,682.76	57,283.10
在建工程	130,988.07	107,895.55	125,615.20	142,646.37
无形资产	153,267.52	153,267.39	154,479.43	154,452.18
总资产	3,036,400.42	3,234,442.44	3,387,595.92	3,419,503.20
其他应付款	298,300.06	315,572.69	379,721.72	376,445.98
短期债务	324,745.82	313,186.25	579,875.70	530,410.19
长期债务	978,866.15	1,133,806.97	882,603.98	971,021.52
总债务	1,303,611.97	1,446,993.22	1,462,479.68	1,501,431.72
总负债	1,720,203.95	1,902,478.24	2,038,626.57	2,071,155.73
费用化利息支出	5,699.53	13,670.71	9,390.72	2,075.05
资本化利息支出	71,504.59	61,757.59	66,887.05	15,083.24
实收资本	180,000.00	180,000.00	180,000.00	180,000.00
少数股东权益	76.98	1,308.89	1,788.52	1,854.94
所有者权益合计	1,316,196.47	1,331,964.20	1,348,969.36	1,348,347.48
营业收入	110,163.88	153,592.90	186,082.16	41,924.99
经营性业务利润	2,309.97	6,261.24	5,617.43	-648.01
投资收益	294.24	268.46	478.41	-99.66
净利润	16,799.70	17,276.70	20,159.48	-282.21
EBIT	25,904.61	37,510.85	36,201.97	2,079.38
EBITDA	36,811.63	48,934.57	48,300.11	--
销售商品、提供劳务收到的现金	197,537.80	179,080.10	263,846.19	43,123.36
收到其他与经营活动有关的现金	399,925.01	635,955.86	676,915.90	115,146.87
购买商品、接受劳务支付的现金	157,693.31	172,739.53	180,967.29	33,088.43
支付其他与经营活动有关的现金	403,348.13	630,664.42	588,343.12	114,123.01
吸收投资收到的现金	148,900.00	1,100.00	550.00	0.00
资本支出	29,704.28	40,709.39	45,363.41	25,853.42
经营活动产生现金净流量	25,575.85	-920.18	156,609.45	5,800.77
投资活动产生现金净流量	-29,252.81	-58,395.29	-26,033.75	-25,853.40
筹资活动产生现金净流量	58,127.54	27,669.60	-78,612.47	47,266.62
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	12.68	16.74	10.82	7.16
期间费用率(%)	11.18	14.57	10.36	10.92
应收类款项/总资产(%)	2.63	1.78	1.03	1.08
收现比(%)	1.79	1.17	1.42	1.03
总资产收益率(%)	0.88	1.20	1.09	--
资产负债率(%)	56.65	58.82	60.18	60.57
总资本化比率(%)	49.76	52.07	52.02	52.69
短期债务/总债务(%)	0.25	0.22	0.40	0.35
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.03	0.02
FFO 利息倍数(X)	0.43	0.56	0.52	0.34
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	0.33	-0.01	2.05	0.34
总债务/EBITDA(X)	35.41	29.57	30.28	--
EBITDA/短期债务(X)	0.11	0.16	0.08	--
货币资金/短期债务(X)	0.93	0.90	0.60	0.68
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.48	0.65	0.63	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目有息债务调整至长期债务。

附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/(总债务+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	应收类款项/总资产	=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	EBIT (息税前盈余)	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA (息税折旧摊销前盈余)	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15 号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。