

余姚市城市建设投资发展有限公司 2022 年度

跟踪评级报告

项目负责人：陈 苹 chenping@ccxi.com.cn

项目组成员：秦羽璇 yxqin@ccxi.com.cn

刘 钦 qliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2022 年 6 月 23 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，中诚信国际与发行人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发行人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。

■ 本次评级依据发行人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、准确性由发行人负责。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，但对于发行人提供信息的合法性、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 and 标准做出的独立判断，不存在因发行人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。

■ 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2022]跟踪 1017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审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“22 余姚城投 MTN001”、“21 余姚城投 MTN002”、“21 余姚城投 MTN001”、“21 余姚 01”、“20 余投 01”、“19 余姚城投 MTN002”和“19 余姚城投 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十三日

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”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 余姚城投 MTN001”、“21 余姚城投 MTN002”、“21 余姚城投 MTN001”、“21 余姚 01”、“20 余姚 01”、“19 余姚城投 MTN002”和“19 余姚城投 MTN001”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了余姚市经济实力稳步增强、重要的平台地位、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、债务规模较高且持续增加、偿债指标偏弱和安置房业务可持续性有待观察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）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	323.89	338.76	354.27	359.66
所有者权益合计（亿元）	133.58	134.90	144.97	144.94
总负债（亿元）	190.31	203.86	209.30	214.71
总债务（亿元）	144.70	146.25	159.25	164.88
营业总收入（亿元）	15.45	18.61	22.27	3.89
经营性业务利润（亿元）	0.62	0.56	0.72	-0.40
净利润（亿元）	1.72	2.02	2.09	0.00
EBITDA（亿元）	4.92	4.83	5.27	--
经营活动净现金流（亿元）	-0.09	15.66	-5.16	-2.40
收现比(X)	1.17	1.42	1.02	1.40
营业毛利率(%)	17.01	10.82	13.99	-0.09
应收类款项/总资产(%)	1.78	1.03	0.74	0.69
资产负债率(%)	58.76	60.18	59.08	59.70
总资本化比率(%)	52.00	52.02	52.35	53.22
总债务/EBITDA(X)	29.44	30.28	30.24	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.65	0.63	0.68	--

注：1、中诚信国际 2019~2021 年度审计报告及未经审计的 2022 年一季度财务报表整理，其中 2019~2020 年数据均为下一年度审计报告期初数，2021 年和 2022 年一季度数据为当期期末数；2、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款中的带息债务。

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)* 收现比(X)*	0.65 1.17	6 10
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X) 受限资产占总资产的比重(X)	0.63 0.10	5 8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元) 总资本化比率(X) 资产质量	144.97 0.52 8	8 7 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			aa ⁻
BCA			aa ⁻
支持评级调整			2
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(aar)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 2019 年~2021 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，2021 年余姚市实现地区生产总值 1,441.5 亿元，按可比价格计算，同比增长 9.1%。

■ **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，土地流动性较好。

■ **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。

■ **债务规模较高且持续增加，偿债指标偏弱。**公司债务规模较高且持续增加，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。

■ **安置房业务可持续性风险。**截至 2022 年 3 月末，公司无在建安置房项目，安置房业务可持续性有待观察。

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	22 余姚城投 MTN001 (AA+)	2021/06/17 2022/02/25	李龙泉、阮思齐、秦羽璇 李龙泉、陈苹	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 阅读全文
AA+/稳定	21 余姚城投 MTN002 (AA+)	2021/08/03 2021/09/18	李龙泉、刘凯 李龙泉、秦羽璇	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 阅读全文
AA+/稳定	21 余姚城投 MTN001 (AA+)	2021/08/03	李龙泉、刘凯	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
AA+/稳定	19 余姚城投 MTN002 (AA+) 19 余姚城投 MTN001 (AA+)	2021/06/17	李龙泉、阮思齐、秦羽璇	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
AA+/稳定	19 余姚城投 MTN002 (AA+)	2019/03/22	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 (AA+)	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

同行业比较

2021 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	354.27	144.97	59.08	22.27	2.09	-5.16
余姚市舜财投资控股有限公司	1,589.13	606.33	61.85	105.15	2.21	59.44
宁波舜通集团有限公司	282.45	110.77	60.78	19.82	0.92	14.88

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
22 余姚城投 MTN001	AA+	AA+	2022/02/25	5.00	5.00	2022/04/08~2025/04/08	赎回选择权、利息递延支付选择权、偿付顺序等
21 余姚城投 MTN002	AA+	AA+	2021/09/18	4.00	4.00	2021/10/14~2024/10/14	赎回选择权、利息递延支付选择权、偿付顺序等
21 余姚城投 MTN001	AA+	AA+	2021/08/03	5.00	5.00	2021/08/23~2026/08/23	--
21 余姚 01	AA+	AA+	2021/06/17	5.00	5.00	2021/04/27~2026/04/27	--
20 余姚 01	AA+	AA+	2021/06/17	5.00	5.00	2020/04/28~2025/04/28	--
19 余姚城投 MTN002	AA+	AA+	2021/06/17	5.00	5.00	2019/04/25~2024/04/25	--
19 余姚城投 MTN001	AA+	AA+	2021/06/17	6.00	6.00	2019/02/27~2024/02/27	--

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 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.SH”）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 2021 年末，募集资金已使用完毕，已使用资金用途与募集说明书保持一致。

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.SH”）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 2021 年末，募集资金已使用完毕，已使用资金用途与募集说明书保持一致。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，

政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险:2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政

府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

余姚市作为工业大市，第二产业突出，2021 年传统支柱产业、战略新兴产业和高新技术产业等发展态势良好，产业结构不断升级，经济和财政收入保持较快增长，区域债务风险有所下降，为公司的业务发展提供了良好的外部环境；但全市土地财政依赖度较高，关注房地产行业调控政策及当地土地出让行情的变化等对其财政收入的影响

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，2019~2021 年，余姚市分别实

现地区生产总值（GDP）1,166.26 亿元、1,220.72 亿元和 1,441.5 亿元，按可比价格计算，同比分别增长 7.9%、5.1%和 9.1%，其中 2021 年三次产业比重由 2020 年的 4.1:57.5:38.4 调整为 3.5:61.4:35.1，第二产业比重进一步提升，当年实现增加值 885.23 亿元，增长 11.4%。此外，按宁波市统计局公布的 2021 年末常住人口计算，2021 年余姚市人均 GDP 约 11.4 万元，低于宁波市，与浙江省人均 GDP（11.3 万元）相当。

产业结构方面，余姚市特色产业突出，塑料、模具生产在国内占有重要地位，且在仪表、电子、塑料、轻纺、机械和冶金等传统支柱产业的基础上，近年大力发展战略性新兴产业和高新技术产业等，产业结构不断优化。从 2021 年工业经济表现来看，规模以上工业企业总产值和增加值整体增速较高，且前十行业¹的贡献率很高，发展态势良好。具体而言，当年全市 1,364 家规模以上工业企业实现总产值 2,418.22 亿元，增长 20.2%；实现增加值 564.83 亿元，增长 13.4%，两年平均增长 11.2%；增加值排名前十的行业共实现增加值 488.66 亿元，贡献率达 82.0%；其中，电气机械和器材制造业实现增加值 102.52 亿元，居各行业之首；汽车制造业增长 28.9%，增速居前十行业之首。同时，全年规模以上战略性新兴产业、高新技术产业和装备制造业分别实现增加值 252.22 亿元、408.54 亿元和 415.62 亿元，分别增长 18.2%、16.2%和 17.3%，占规上工业增加值的比重分别达 44.7%、72.3%和 73.6%，其中“246”重点培育产业²、高端装备制造业和 17 个重点传统制造业³增加值分别增长 12.3%、19.3%、15.1%，产业结构持续升级。

固定资产投资方面，2021 年余姚市固定资产投资加快推进，其中工业投资和高新技术产业投资等明显增加，扭转 2020 年的下降局势；基础设施投资

¹ 余姚市经济总产值排名前十的行业依次为电气机械和器材制造业、计算机与通信和其他电子设备制造业、汽车制造业、仪器仪表制造业、橡胶和塑料制品业、专用设备制造业、通用设备制造业、金属制品业、非金属矿物制品业和纺织业，其中前五行业总产值比重分别为 18.9%、15.1%、8.6%、7.3%和 7.0%，增加值比重分别为 18.2%、13.3%、12.5%、13.3%和 9.4%。

² “246”重点培育产业：“2”是指 2 个万亿级产业集群（绿色石化和汽车），“4”是指 4 个五千亿级产业集群（高端装备、新材料、电子信息制造业以及软件和信息服务业），“6”是指 6 个千亿级产业集群（关键基础件、智能家电、时尚纺织服装、生物医药、文体用品和节能环保）。

³ 17 个重点传统制造业：塑胶塑料制品、汽车零部件、纺织、服装、皮革、化工、化纤、有色金属加工、金属制品、家用电器和造纸等。

和交通投资延续较快增长态势，民间投资和房地产投资放缓，且受房地产行业持续严调控以及房价趋稳等影响，当年商品房销售面积下降显著。具体而言，2021 年全市固定资产投资增长 13.1%，其中工业投资（比重 35.8%）和高新技术产业投资分别增长 25.5%和 28.0%；基础设施投资⁴（比重 12.6%）和交通投资分别增长 15.7%和 17.5%；民间投资⁵（比重 70.3%）和房地产开发投资（比重 44.1%）分别增长 0.7%和 1.5%，当年实现商品房销售面积 188.96 万平方米，由 2020 年增长 35.6%调整为同比下降 20.4%。

地方政府债务方面，截至 2021 年末，余姚市地方政府债务限额 155.40 亿元，债务余额 153.50 亿元，未突破债务限额；其中一般债务余额 92.07 亿元、专项债务余额 61.43 亿元。

财政方面，随着经济的持续增长，余姚市财政实力稳步增强，2021 年全市一般公共预算收入同比增长 13.59%至 129.72 亿元，其中税收收入同比增长 16.06%至 113.96 亿元，税收占比 87.85%，收入结构质量较高。从税收构成来看，增值税和企业所得税是税收收入的最主要来源，2021 年占税收收入比重分别为 48.59%和 15.20%，其中企业所得税大幅增长 59.55%至 17.32 亿元，比重上升 4.14%。同时，2021 年余姚市一般公共预算平衡率进一步提升至 91.02%，财政自给能力很高。此外，2021 年余姚市实现政府性基金预算收入 158.39 亿元，同比增长 57.48%，主要得益于当年土地出让收入明显增加。

表 1：近年来余姚市财政收支情况（亿元、%）

主要指标	2019	2020	2021
一般公共预算收入	107.23	114.20	129.72
其中：税收收入	91.90	98.19	113.96
税收收入占比	85.70	85.98	87.85
一般公共预算支出	122.59	128.89	142.52
政府性基金收入	245.86	100.58	158.39
其中：国有土地使用权出让收入	84.07	95.64	147.54
国有土地使用权出让收入占比	34.19	95.09	93.15
政府性基金支出	226.87	114.78	150.57
财政平衡率	87.47	88.60	91.02

⁴ 基础设施投资数据包括交通投资。

资料来源：余姚市财政局，中诚信国际整理

整体而言，余姚市作为工业大市，第二产业比重不断提升，传统支柱产业、战略新兴产业和高新技术产业等发展态势良好，增值税和企业所得税等税收收入较有保障。同时，中诚信国际关注到，余姚市财政收入较为依赖土地出让收入及相关税收，土地财政依赖度较高，2021 年全市土地一级市场景气度虽大幅回升，但当年商品房销售面积快速下滑，房地产企业用于拿地的现金流较为有限，且同期房地产开发投资仅增长 1.5%，土地出让市场的高景气度预计较难持续，关注土地出让市场及房地产行业调控政策等变化对当地财政收入的影响。

公司控股股东及实际控制人等较 2020 年末未发生变化；2021 年剥离业务收入占比极小的广播电视业务，对公司日常经营影响不大

截至 2022 年 3 月末，公司注册资本及实收资本仍为 18 亿元，由宁波舜建集团有限公司（以下简称“舜建集团”）全资控股，实际控制人为余姚市国有资产管理办公室。

公司仍主要承担余姚市核心区域的土地一级开发、安置房建设及基础设施建设等工作，同时提供余姚市自来水供应、污水收集及燃气供应等公用事业服务业务。同时，公司亦开展拍卖业务、工程检测、照明工程安装、维修、粮油销售等业务，业务较为多元。此外，2021 年第三季度，公司剥离广播电视业务，无偿划出余姚市广播电视广告有限公司和余姚市广播电视传播有限公司的 100%股权至余姚市传媒集团有限公司，2021 年 9 月末已完成工商变更。考虑到公司广播电视业务收入占比不到 0.50%以及与公司的沟通了解等，该业务板块的剥离对公司日常经营影响不大。

表 2：截至 2022 年 3 月末公司主要子公司

全称	简称	持股比例
余姚市自来水有限公司	一水公司	100%
余姚市第二自来水有限公司	二水公司	100%

⁵ 民间投资数据包括房地产投资。

余姚市城市排水有限公司	排水公司	100%
余姚市城市天然气有限公司	天然气公司	100%
余姚市姚东自来水有限公司	姚东自来水公司	100%
余姚市粮食收储有限公司	粮食收储公司	100%
余姚市城建国有资产经营有限公司	城建国资	100%
余姚市兴国商业资产管理有限公司	兴国资管	100%
宁波阳明拍卖有限公司	阳明拍卖	100%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司为余姚市主要的土地一级开发整理主体，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。

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，土地平整达到收储标准后交由余姚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，但实际回款存在滞后，公司系收到回款确认收入。

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2022年3月末，公司累计出让了2018-60号地块、2019-48地块、2020-23地块、2020-116号地块以及2021-15号地块等多个地块，面积共计1,336.56亩，成交总价为69.27亿元，已获得回款51.07亿元。

表 3：截至 2022 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（不超 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 地块	商住（商业不超 10%）	39.51	1.20	3.97	5.00
2019-49 地块	商住（商业不超 10%）	29.56	0.76	2.42	
2020-23 号地块	商业、商务用地	22.01	0.22	0.33	1.30
2020-86 号地块	住宅、商务用地	10	0.40	1.02	
2020-87 号地块	零售商业、餐饮用地	9.42	0.19	0.46	
2020-116 号地块	公园绿地、文化娱乐康体用地、社会停车场用地、公共交通场站用地	69.84	0.35	0.58	0.40
2021-15 号地块	住宅、零售商业、餐饮用地	166.56	0.50	3.49	2.00
合计	--	1,336.56	31.68	69.27	51.07

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至2022年3月末，公司已整理完毕待出让的地块为康复路东侧地块，总投资3.11亿元，预计2022年出让；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28.25亿

元，已投资10.48亿元。其中，黄山周边区块一正在土地整理阶段，待土地整理完成后拟建安置房。

表 4：截至 2022 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	247,500.00	81,820.70	495.00	2021-2024 年
2	三七市相畚村、二六市村、唐张村地块	35,000.00	23,000.00	898.50	2022-2024 年
合计	--	282,500.00	104,820.70	1,393.50	--

注：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

公司为余姚市重要的安置房建设主体，目前无在建安置房项目，业务可持续性有待观察

公司为余姚市重要的安置房建设主体，安置房业务主要由公司本部负责运营。

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。2021年，公司安置房销售收入同比增长22.76%至5.09亿元，毛利率上升4.39个百分点至18.49%，主要得益于以前年度安置房项目在2021年集中结算开票，且部分项目的成本在以前年度已结转。另2022年一季度，公司安置房业务毛利率进一步提升至38.04%，主要得益于部分小区的安置房进行拍卖，拍卖价格高于安置房销售价格。

截至2022年3月末，公司达到可销售状态的安置房包括白鹇江景、兰墅三期及锦湖华庭等，总可售面积140.75万平方米，已全部完工，已实现销售金额120.34亿元，实际已回款105.52亿元。截至2022年3月末，公司无在建安置房项目；拟建安置房项目预计2个，总投资约10亿元，地块为上述黄山周边区块一，待其整理完毕后拟建安置房。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司安置房项目销售情况表（平方米、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	已销售金额	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	139,536.21	388.79	139,925.00	8,650.00	121,035.13	336.30	120,698.82	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	30,891.00	0.00	30,891.00	9,750.00	30,118.73	0.00	30,118.73	1.00
四明公寓三期	38,942.00	38,630.77	311.23	38,942.00	9,650.00	37,579.03	300.34	37,278.69	0.99
四明公寓四期	11,659.00	11,172.34	486.66	11,659.00	9,850.00	11,484.12	479.36	11,004.75	0.96

丰南公寓二期	16,084.00	15,791.04	0.00	15,791.04	7,700.00	12,159.10	0.00	12,159.10	0.98
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	15,293.51	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	19,862.67	1,113.33	20,976.00	7,500.00	15,732.00	835.00	14,897.00	0.95
云瑞佳苑四期	29,178.00	22,433.27	6,744.73	29,178.00	7,500.00	21,883.50	5,058.55	16,824.95	0.77
晨光家园一期	43,718.00	40,543.55	3,174.45	43,718.00	8,780.00	38,384.40	2,787.17	35,597.24	0.93
晨光家园二期	15,324.00	15,323.96	0.00	15,323.96	8,780.00	13,454.44	0.00	13,454.44	1.00
晨光家园三期	23,595.00	23,126.21	468.79	23,595.00	8,780.00	20,716.41	411.60	20,304.81	0.98
康宁新居	26,706.00	23,977.81	2,728.19	26,706.00	9,500.00	25,370.70	2,591.78	22,778.92	0.90
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	142,549.52	10,397.48	152,947.00	7,500.00	114,710.25	7,798.11	106,912.14	0.93
北辰雅苑	90,921.00	64,399.36	26,521.64	90,921.00	7,850.00	71,372.99	20,819.49	50,553.50	0.71
白鹤江景	118,420.00	111,716.44	6,703.56	118,420.00	9,350.00	110,722.70	6,267.83	104,454.87	0.94
方圆人家	42,390.00	31,268.11	11,121.89	42,390.00	7,000.00	29,673.00	7,785.32	21,887.68	0.74
兰墅三期	122,918.00	100,534.81	22,383.19	122,918.00	10,000.00	122,918.00	22,383.19	100,534.81	0.82
兰墅三期(南区)	88,306.00	75,136.86	13,169.14	88,306.00	10,000.00	88,306.00	13,169.14	75,136.86	0.85
安馨华苑	72,339.00	23,730.61	48,608.39	72,339.00	6,000.00	43,403.40	29,165.03	14,238.37	0.33
合计	1,407,458.00	1,210,776.84	196,388.67	1,407,165.51	-	1,203,358.36	148,149.93	1,055,208.43	0.86

注：上述安置房项目包括公司自建项目和外购项目

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，2021年和2022年一季度，公司分别拍卖安置房48套和5套，拍卖均价分别为1.07万元/平方米和1.00万元/平方米，确认安置房拍卖收入6,623万元和532万元。

供水业务具有区域垄断性，2021年受非居民用户及居民用户增加影响，供水收入增幅较大，且受超过一定售水量后的净水成本下降影响，供水业务毛利大幅提升；目前供水价格存在上调可能，公司供水收入有望进一步增加

公司供水业务主要由一水公司、二水公司和姚东自来水公司负责，其中一水公司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，二水公司承担着余姚市西北区域

的供水工作，姚东自来水公司⁶主要负责姚东三镇的自来水供应。此外，随着在建供水管网工程的不断完工，公司供水管网长度不断增加，2022年3月末达3,341公里，较2021年9月末增加713公里。

具体经营方面，2021年及2022年1~3月，公司分别实现供水收入3.00亿元和0.79亿元，毛利率分别为15.30%和5.41%。其中，2021年供水收入和毛利率较2020年分别增长15.73和6.12个百分点，主要得益于当年非居民和居民用户增加以及超过一定售水量后的净水成本下降等因素；2022年一季度毛利率明显回落，主要系季度结算收入和成本与实际情况存在一定差异所致，一般于年末进行调整。

表 6：公司供水业务情况（万立方米/日、万立方米、%）

公司	项目	2019	2020	2021	2022.3
一水	设计能力	28.50	28.50	28.50	28.50

⁶ 姚东自来水公司于 2019 年 1 月正式运营。

公司	平均日供水量	12.95	12.59	14.10	13.57
	供水总量	4,726.54	4,594.10	5,145.65	1,221.55
	售水总量	4,133.84	4,261.13	4,656.53	973.03
	管网漏损率	10.42	6.19	8.15	14.07
二水公司	设计能力	12.00	12.00	12.00	12.00
	平均日供水量	11.44	12.47	13.43	12.18
	供水总量	4,177.69	4,552.80	4,900.45	1,095.85
	售水总量	3,506.15	3,789.60	4,178.66	933.09
	管网漏损率	16.07	16.76	14.73	14.85
姚东自来水公司	设计能力	4.00	4.00	4.00	4.00
	平均日供水量	2.00	2.23	3.08	2.60
	供水总量	779.73	819.34	1,122.40	233.90
	售水总量	765.36	812.15	1,122.23	232.27

注：1、二水公司2020年以来平均日供水量大于日供水设计能力，主要系部分供水水量系由一水公司调配过来；2、姚东自来水公司2019年以来

因设备不断完善，日供水量逐年增长；3、二水公司漏损率较高主要系公用设施绿化养护、消防用水、管网冲洗等免费水量较多且未计入售水量口径所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

由于公司供水业务在余姚地区基本呈垄断态势，公司的销售模式较为单一，水费欠缴现象较少。售水价格方面，公司售水价格仍执行2017年的价格标准⁷，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较小，但目前存在价格上调预期，届时有望推动供水收入进一步增加。

表 7：近年来公司售水结构情况（万吨、元/立方米）

公司名称	类别	2019		2020		2021		2022.1~3	
		销量	单价	销量	单价	销量	单价	销量	单价
一水公司	居民生活用水	2,233.77	2.75~5.95	2,364.78	2.75~5.95	2,561.69	2.75~5.95	541.87	2.75~5.95
	工商业用水	1,890.14	5.45	1,880.17	5.45	2,077.24	5.45	426.67	5.45
	特种行业用水	12.23	8.00	7.10	8.00	9.18	8.00	2.86	8.00
	其他	-2.30	3.45	9.08	3.45	8.42	3.45	1.63	3.45
	合计	4,133.84	-	4,261.13	-	4,656.53	-	973.03	-
二水公司	居民生活用水	1,290.73	2.75~5.95	1,361.07	2.75~5.95	1,527.42	2.75~5.95	340.06	2.75~5.95
	工商业用水	1,640.92	5.45	1,819.20	5.45	2,047.58	5.45	455.52	5.45
	特种行业用水	-	-	-	-	-	-	-	-
	其他	574.5	4.10	609.33	4.10	603.66	4.10	137.51	4.10
	合计	3,506.15	-	3,789.60	-	4,178.66	-	933.09	-
姚东自来水公司	居民生活用水	500.34	2.00~5.20	541.35	2.00~5.20	748.15	2.00~5.20	154.85	2.00~5.20
	工商业用水	265.02	4.80	270.80	4.80	374.08	4.80	77.42	4.80
	合计	765.36	-	812.15	-	1,122.23	-	232.27	-

注：1、表内数据根据公司提供最新资料整理，单价数据因统计口径变动较以前年度有所调整；2、2019年一水公司其他用水销量为负，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；3、姚东自来水公司居民用户目前仍以非“一户一表”居民为主，该单价为2.60元/立方米；4、上述单价包含污水处理费。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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。公司原水购水价格近年较为平稳，原水价格⁸为0.52元/立方米。2021年，公司原水采购量随售水量增加而有所上升，一水公司、二水公司和姚东自来水公司原水采购量分别为5,418.21万吨、4,900.45万吨和1,216.77万吨。此外，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，其中一水公司和二水公司的净水价格2021年有所上行。

表 8：公司净水价格情况（元/立方米）

公司	项目	2019	2020	2021	2022.3
一水公司	购水量不超过3,400万吨	1.85	1.89	1.93	1.93
	购水量超过3,400万吨	0.44	0.45	0.46	0.46
二水公司	-	0.63	0.66	0.80	0.66

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至2022年3月末，公司供水板块在建项目主要为余姚市农村饮用水达标提标工

⁷ 姚东自来水公司自运营以来开始执行。

⁸ 原水价格包含水资源费、环境整治与保护费等

程-水厂供水管网工程，工程概算约14,270.00万元，投资进度约40.62%；姚东五镇镇级管网及一户一表改造工程二期和三期，工程概算约为20,998.52万元，投资进度约49.01%；姚北水厂新建工程一期，工程概算约为30,000.00万元，投资进度约12.21%。

污水收集业务 2021 年以来发展较快，主要通过补贴收入平衡

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，政府每年末对公司在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，近年来受公司污水收集提高标准和扩建影响，公司污水收集能力由15.00万吨/日逐步提升为25万吨/日，实际污水收集量2021年以来明显增加。截至2022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82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。2021年及2022年1~3月，公司污水处理业务收入分别为1.11亿元和0.10亿元，收入随污水处理量增加而有所提高。

表 9：公司污水处理情况（万吨/日）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
实际污水收集量	19.03	19.15	20.99	24.44
理论收集能力	22.50	22.50	23.75	25.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

燃气供应业务具有区域垄断性，受 2021 年以来天

然气市场价格明显上涨以及居民用户增加等影响，公司气化天然气收入实现快速增长；液化天然气板块销量大幅减少，但收入较 2020 年基本持平

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个街道以及泗门镇、中意产业园（小曹娥镇）、临山镇、黄家埠镇、陆埠镇、牟山镇等6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。

业务模式方面，公司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，经过简单加压处理后将天然气输送到终端用户。截至2022年3月末，天然气公司共铺设天然气管网1,077.07公里，其中高压管网17.94公里、中低压管网1,059.13公里，中低压管网长度有所增加。同期末，公司居民用户合同签约户数达12.57万户，居民用户通气点火数12.33万户，公建工业用户通气点火数1,155户；天然气公司日供气能力为72万立方米/日，较2020年末有所提升。销售定价方面，居民用气实行政府定价，目前仍沿用2017年的阶梯定价，目前存在价格上调预期，但尚未公布最新价格标准；非居民用气实行政府指导价格，受天然气市场价格上涨影响，2022年3月末非居民用气最高价格上升至4.78元/立方米。受非居民用户价格上行及居民用户数量增加等影响，2021年公司气化天然气板块收入大幅增长约50%至2.77亿元，且2022年一季度仍延续快速增长态势。

表 10：近年来公司气化天然气供应情况（万立方米、元/立方米、万户）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
供应量	5,734.94	6,850.93	9,368.42	2,601.91
其中：居民	1,373.47	1,551.37	1,706.75	662.72
非居民	4,361.47	5,299.56	7,661.67	1,939.19
供应均价	3.10	2.70	2.96	3.86
其中：居民	2.76	2.75	2.76	2.78
非居民	3.20	2.68	3.01	4.23
供应户数	10.39	11.26	12.21	12.45
其中：居民	10.30	11.17	12.10	12.33
非居民	0.09	0.10	0.11	0.12

注：天然气供应均价为不含税价格

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

液化天然气作为气化天然气的有效补充，实行点供形式，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至下游客户工厂或接收门站下液。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，并采用预付方式，每月末按交易结算单金额进行结算。

自2019年余姚申燃能源有限公司运营以来，公司液化天然气业务取得较快发展。2021年以来天然气市场价格明显上涨，公司液化天然气的销售量大幅下降，2021年实现收入3.31亿元，较2020年基本持平。

表 11：公司液化天然气经营情况（万吨、元/吨）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
采购数量	2.08	12.22	7.62	1.15
平均采购价格	3,223.20	2,720.50	4,288.92	6,216.01
销售数量	2.08	12.22	7.62	1.15
平均销售价格	3,254.91	2,742.83	4,341.27	6,273.48

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至2022年3月末，天然气公司在建项目共13项，总投资约3.2亿元，已完成投资24,168万元，已铺设天然气管道93.9公里。

广播电视、粮油销售等业务，拓宽了公司的收入来源，但对利润贡献有限；2021年第三季度，公司剥离广播电视业务

公司粮油销售业务由粮食收储公司运营，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，收入模式为销货款偿还粮食收购支付款，其销售差价、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。2021年及2022年1~3月，公司分别实现粮油销售收入1.29亿元和0.34亿元。

公司广播电视业务由余姚市广播电视广告有限公司和余姚市广播电视传播有限公司负责运营。2020年及2021年1~6月，公司分别实现广播电视收入0.09亿元和0.05亿元，收入规模很小。2021年第三季度，公司剥离广播电视业务，2021年9月末已完成工商变更。

财务分析

以下财务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2019~2021年度审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表整理，其中2019~2020年数据均为下一年度审计报告期初数，2021年和2022年一季度数据为当期期末数。公司财务报表均按照新会计准则编制。

2021年公司主要业务板块收入均实现较快增长，且收入比重较高的安置房销售、天然气供应和供水板块的毛利率实现不同程度的提升，进而推动综合毛利率和EBITDA回升；此外，土地出让金返还和政府补助等对公司收益形成良好补充

随着安置房销售业务的集中结算、土地出让的稳步推进、供水和污水处理以及气化天然气销售等业务的较快发展，2021年公司主营业务收入同比增长15.59%至20.05亿元，主营业务毛利率回升3.59个百分点至11.98%，进而带动综合毛利率提升。

表 12：公司主要业务板块收入及毛利率情况（亿元、%）

收入	2019	2020	2021	2022.1~3
安置房销售	4.51	4.14	5.09	0.12
土地整理	2.91	1.55	1.91	0.00
供水	2.59	2.59	3.00	0.79
天然气供应	2.49	5.00	6.08	1.73
污水处理	0.98	0.95	1.11	0.10
主营业务	14.36	17.35	20.05	3.49
毛利率	2019	2020	2021	2022.1~3
安置房销售	12.01	14.10	18.49	38.04
土地整理	52.00	54.32	49.75	--
供水	11.34	9.18	15.30	5.41
天然气供应	7.77	4.08	4.62	-5.50
污水处理	-53.09	-45.21	-46.18	-90.70
主营业务	14.95	8.40	11.98	-1.65

注：公司主营业务不仅包括上述主要业务板块，还包括燃气具及配件销售、路灯安装维修、物业管理等板块。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

期间费用方面，随着业务及债务规模的增加等，2021年公司管理费用和财务费用增长较快，但受营业收入亦较快增长影响，当年期间费用率较2020年变动较小。

公司利润总额主要由经营性业务利润和营业外损益构成。经营性业务利润中的其他收益主要来自于政府的各类补贴和税费返还等，营业外损益主要系土地出让金返还和财政贴息相关的政府补助，公司盈利对政府补助的依赖较大。

表 13：近年来公司盈利能力相关指标（%、亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.1~3
营业毛利率	17.01	10.82	13.99	-0.09
销售费用	0.24	0.34	0.35	0.06
管理费用	0.71	0.72	0.87	0.22
财务费用	1.35	0.87	1.17	0.19
期间费用合计	2.30	1.93	2.39	0.48
期间费用率	14.89	10.36	10.74	12.25
经营性业务利润	0.62	0.56	0.72	-0.40
利润总额	2.38	2.68	2.79	0.03
其中：其他收益	0.40	0.74	0.37	0.08
营业外损益	1.73	1.89	1.94	0.42

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，随着业务不断推进，公司资产、负债规模持续增长，财务杠杆水平变动较小；存货和其他非流动资产占总资产比重仍较高，资产流动性有待增强；短期债务逐步缩减，但长期借款和债券规模增加推升总债务规模

公司资产仍以货币资金、预付余姚市动迁办和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等款项、对土地整理和在建安置房及市政基础设施建设等项目的开发投入等流动资产为主。公司非流动资产主要系公司及其子公司自用办公楼、天然气及供水管道和土地使用权等，其中土地均通过招拍挂方式取得，且已全部缴纳土地出让金，土地性质包括混合用地、商业用地、工业用地等。此外，随着安置房的完工以及土地整理和市政基础设施建设等项目的开发不断推进等，2022年3月末公司存货规模增加至184.55亿元，较2020年末增长11.50%；其中库存商品（主要系已完工安置房）34.78亿元、土地整理成本74.75亿元、在建安置房（主要系已完工暂未结转安置房项目）开发成本20.40亿元、未与政府决算的市政基础设施投入47.65亿元，市政基础设施投入主要系市政道路新建或改造成本。同期末，公司其他非流动资产

产为32.85亿元，主要系已竣工未决算的市政基础设施项目的建设成本32.82亿元，包括道路新建或改造项目、绿化及公园项目、停车场项目等。上述市政基础设施项目均由公司自筹资金建设，未来计划通过道路维护费、绿化养护费、停车位收费等方式实现收益，资金回收周期预计较长，中诚信国际对此保持关注。

公司总负债主要由短期借款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券和长期应付款构成，2021年以来随着长期借款和债券规模的增加，公司总债务不断增加，但短期债务规模及比重有所下降，以长期债务为主的期限结构较为合理。此外，2021年末公司所有者权益同比增加10.07亿元，主要系公司接受注入余姚市杭州湾区域的9号地块（1,008亩滩涂）增加资本公积8.95亿元所致。

表 14：近年来公司资本结构情况（%、亿元）

指标	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	28.31	34.70	26.78	25.45
预付款项	35.29	39.20	41.98	42.89
存货	160.88	165.52	180.49	184.55
其他非流动资产	30.51	32.01	32.85	32.85
总资产	323.89	338.76	354.27	359.66
短期债务	31.32	57.99	42.82	34.30
长期债务	113.38	88.26	116.43	130.59
其中：长期借款	24.13	29.09	33.72	46.69
应付债券	87.38	55.15	73.04	75.06
总债务	144.70	146.25	159.25	164.88
总负债	190.31	203.86	209.30	214.71
资本公积	80.59	81.08	90.84	90.84
所有者权益合计	133.58	134.90	144.97	144.94
资产负债率	58.76	60.18	59.08	59.70
总资本化比率	52.00	52.02	52.35	53.22

注：总债务不包含计入其他权益工具的永续债

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受其他经营性往来款以及主营业务板块支出增加等影响，公司经营活动净现金流表现为净流出状态；短期偿债指标有所改善，但仍偏弱；1年期以上债务到期规模较高，未来面临较大偿债压力

2021年，公司经营活动净现金流较2020年大幅减少20.82亿元，并表现为净流出状态，主要系当年支付的其他经营性往来款以及主营业务板块的经

营支出增加等所致。同期，公司EBITDA随盈利能力的提高而有所增加，对利息支出的覆盖能力小幅上升，但受债务规模持续增加影响，总债务/EBITDA仍较高，面临较大偿债压力。此外，得益于短期债务规模的下降，公司货币资金对短期债务的保障程度略有改善，但仍偏弱。

表 15：近年来公司主要偿债指标情况（亿元、X）

指标	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	-0.09	15.66	-5.16	-2.40
经营活动净现金/总债务	0.00	0.11	-0.03	-0.06
EBITDA	4.92	4.83	5.27	--
总债务/EBITDA	29.44	30.28	30.24	--
EBITDA 利息倍数	0.65	0.63	0.68	--
货币资金/短期债务	0.90	0.60	0.63	0.74

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至2022年3月末，公司债务主要由银行借款和信用债券构成，占总债务（含永续债）比重分别为33.88%和59.64%，债券融资依赖度很高。从债务到期情况看，1年期以上债务到期规模较高，面临较大偿债压力。

表 16：2022 年 3 月末公司债务到期情况（%、亿元）

项目	类型	成本	金额	1 年内	2~3 年	3 年以上
银行借款	信用借款/抵押借款/保证借款等	3.9~6.2	62.58	11.34	9.45	41.79
债券融资	普通债券/永续债等	3.54~7.0	110.18	19.93	53.74	36.51
非标融资	融资租赁及信托借款	4.75~5.5	11.96	3.02	7.17	1.77
合计	-	-	184.72	34.30	70.36	80.07

注：上表列示债券融资包含永续债

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

较为充裕的授信额度，可为公司偿还债务提供较强支持；公司存在一定规模的对外担保，关注其代偿风险；受限资产主要用于抵押借款

授信方面，截至2022年3月末，公司及子公司获得银行授信额度共计192.46亿元，其中尚未使用的授信额度为98.78亿元，备用流动性良好，可为公司偿还债务提供较强支持。

对外担保方面，截至2022年3月末，公司对外担

保合计18.42亿元，占当期末净资产的12.71%，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2022年3月末，公司受限资产总额为34.09亿元，占公司总资产的9.48%，主要系用于抵押借款的融资租赁物和房产。

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2022年4月6日，公司未出现延迟支付本金和利息的情况。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。

外部支持

公司作为余姚市重要的城市建设和运营主体，持续获得政府及股东方在业务回款、资产划转、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。

公司及下属子公司持续获得政府无偿划入或注入的资产，不断充实公司资本实力、化解债务压力。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。2021年，子公司排水公司接受划拨城区新区（东区）、高新园区、模具城一期及二期等58条道路的污水管线（含泵站）等固定资产增加资本公积0.38亿元，公司接受无偿划入7处资产增加资本公积0.46亿元、接受注入余姚市杭州湾范围内的9号地块滩涂增加资本公积8.95亿元，并收到0.75亿元地方政府再融资债

券用以置换一般债券。

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、市政设施养护运营补贴、营运资金补贴、地储粮油收购贴息及补贴、基础设施补贴以及计入企业发展基金的土地出让金返还等，2019~2021 年公司分别获得政府补助 2.10 亿元、2.66 亿元和 2.37 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的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“22 余姚城投 MTN001”、“21 余姚城投 MTN002”、“21 余姚城投 MTN001”、“21 余姚 01”、“20 余姚 01”、“19 余姚城投 MTN002”和“19 余姚城投 MTN001”的债项信用等级为 **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 2022 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	283,059.55	347,002.78	267,753.52	254,477.34
应收账款	29,957.31	10,584.90	9,274.03	7,994.25
其他应收款	27,755.58	24,330.02	16,803.55	16,740.68
存货	1,608,830.86	1,655,205.46	1,804,876.23	1,845,472.27
长期投资	91,369.58	71,682.76	68,381.82	68,102.58
在建工程	107,895.55	125,615.20	164,107.69	184,624.03
无形资产	154,474.17	154,479.43	157,749.77	157,717.16
总资产	3,238,932.25	3,387,595.92	3,542,737.35	3,596,569.68
其他应付款	315,939.03	379,721.72	310,680.43	298,704.08
短期债务	313,186.25	579,875.70	428,175.29	342,954.56
长期债务	1,133,806.97	882,603.98	1,164,312.44	1,305,869.66
总债务	1,446,993.22	1,462,479.68	1,592,487.73	1,648,824.22
总负债	1,903,111.07	2,038,626.57	2,093,040.25	2,147,148.89
费用化利息支出	13,670.71	9,390.72	12,869.55	2,192.33
资本化利息支出	61,757.59	66,887.05	64,568.47	20,278.20
实收资本	180,000.00	180,000.00	180,000.00	180,000.00
少数股东权益	1,308.89	1,788.52	1,904.83	1,883.49
所有者权益合计	1,335,821.18	1,348,969.36	1,449,697.11	1,449,420.79
营业总收入	154,500.34	186,082.16	222,731.95	38,898.41
经营性业务利润	6,182.36	5,617.43	7,219.42	-3,999.07
投资收益	268.46	478.41	1,088.92	89.25
净利润	17,243.57	20,159.48	20,867.17	38.86
EBIT	37,501.27	36,201.97	40,778.46	2,452.30
EBITDA	49,157.12	48,300.11	52,666.15	--
销售商品、提供劳务收到的现金	180,067.21	263,846.19	228,186.09	54,380.31
收到其他与经营活动有关的现金	636,089.43	676,915.90	650,855.95	260,855.44
购买商品、接受劳务支付的现金	173,249.54	180,967.29	219,666.68	68,533.47
支付其他与经营活动有关的现金	630,799.29	588,343.12	690,191.79	263,429.88
吸收投资收到的现金	1,100.00	50,250.00	496,879.00	0.00
资本支出	40,988.28	45,363.41	51,729.99	23,181.02
经营活动产生现金净流量	-870.47	156,609.45	-51,605.75	-24,003.69
投资活动产生现金净流量	-57,932.62	-26,033.75	-62,512.56	-22,812.54
筹资活动产生现金净流量	27,620.85	-78,612.47	64,269.05	43,140.04
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	17.01	10.82	13.99	-0.09
期间费用率(%)	14.89	10.36	10.74	12.25
应收类款项/总资产(%)	1.78	1.03	0.74	0.69
收现比(X)	1.17	1.42	1.02	1.40
总资产收益率(%)	1.20	1.09	1.18	--
资产负债率(%)	58.76	60.18	59.08	59.70
总资本化比率(%)	52.00	52.02	52.35	53.22
短期债务/总债务(X)	0.22	0.40	0.27	0.21
FFO/总债务(X)	0.03	0.03	0.03	0.01
FFO 利息倍数(X)	0.56	0.52	0.57	0.23
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.01	2.05	-0.67	-1.07
总债务/EBITDA(X)	29.44	30.28	30.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.16	0.08	0.12	--
货币资金/短期债务(X)	0.90	0.60	0.63	0.74
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.65	0.63	0.68	--

注：中诚信国际分析时将公司计入长期应付款科目的有息负债调整至长期债务。

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
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
偿债能力	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
	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)
偿债能力	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。