



# 余姚市城市建设投资发展有限公司 2023 年度跟踪评级报告

---

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1065 号

---

## 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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 26 日

## 本次跟踪发行人及评级结果

余姚市城市建设投资发展有限公司

AA<sup>+</sup>/稳定

## 本次跟踪债项及评级结果

“19 余姚城投 MTN001”、“21 余姚 01”、“20 余投 01”、“19 余姚城投 MTN002”、“21 余姚城投 MTN001”、“21 余姚城投 MTN002”、“22 余姚城投 MTN001”、“22 余姚城投 MTN002”、“23 余姚城投 MTN001”

## 评级观点

本次跟踪维持上次主体及债项评级结论。中诚信国际认为余姚市塑料、模具等产业优势明显，经济财政实力及增长能力较强，潜在的支持能力强；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”）在推进余姚市土地整理、安置房建设、水务和天然气运营等方面发挥重要作用，对余姚市政府的重要性高，与余姚市政府维持高度的紧密关系。同时，中诚信国际预计，余姚城投业务将保持稳步增长，资产规模将呈一定增长态势，资本实力将持续提升。此外，中诚信国际关注到公司资产流动性有待提高、投资支出规模较大、债务规模持续增加等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

## 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。

## 调级因素

**可能触发评级上调因素：**余姚市经济实力显著增强；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。

## 正面

- **区域经济稳步增长。**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，在全国占有重要位置。
- **重要的平台地位。**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，公司在余姚市内具有重要的平台地位，且公司土地一级开发区域为余姚市核心区域，土地流动性较好。
- **水务及燃气业务具有垄断地位。**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，区域垄断优势明显。

## 关注

- **资产流动性有待进一步提高。**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。
- **面临一定的资本支出压力。**公司在建安置房、在整理和拟整理土地以及水厂、管网和污水建设工程尚需投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力。
- **债务规模快速增长。**随着业务的推进及项目建设的持续投入，公司对外融资需求加大，债务规模不断提升，其中长期债务持续增长，未来面临一定的偿债压力。

项目负责人：秦羽璇 yxqin@ccxi.com.cn

项目组成员：朱晴婧 zhuqingjing@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

## ● 财务概况

余姚城投（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	338.76	354.27	389.06	411.76
经调整的所有者权益合计（亿元）	115.06	125.13	134.19	134.19
负债合计（亿元）	203.86	209.30	235.01	257.71
总债务（亿元）	166.09	179.09	194.91	214.05
营业总收入（亿元）	18.61	22.27	23.07	4.33
经营性业务利润（亿元）	0.56	0.72	0.83	-0.52
净利润（亿元）	2.02	2.09	2.20	0.02
EBITDA（亿元）	2.77	3.32	2.77	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	15.66	-5.16	-16.48	-3.33
总资本化比率（%）	59.08	58.87	59.22	61.47
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.36	0.43	0.33	--

注：1、中诚信国际根据余姚城投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 2020~2022 年度审计报告及未经审计的 2023 年 1~3 月财务报表整理，其中 2020~2021 年数据为下一年度审计报告期初数，2022 年和 2023 年 1~3 月数据为当期期末数；2、中诚信国际将长期应付款中的有息债务计入长期债务；3、本报告不可得或不适用的数据或指标，均使用“--”表示；4、本报告所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，特此说明。

## ● 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 <sup>+</sup> /稳定	23 余姚城投 MTN001 (AA <sup>+</sup> )	2022/07/01	陈莘、秦羽璇、刘钦	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
		2023/03/30	秦羽璇、陈莘、朱晴婧	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000_2022_03</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup> /稳定	22 余姚城投 MTN002 (AA <sup>+</sup> )	2022/07/01	陈莘、秦羽璇、刘钦	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
		2022/07/28	陈莘、秦羽璇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup> /稳定	22 余姚城投 MTN001 (AA <sup>+</sup> )				
	21 余姚城投 MTN002 (AA <sup>+</sup> )				
	21 余姚城投 MTN001 (AA <sup>+</sup> )	2022/06/23	陈莘、秦羽璇、刘钦	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
	19 余姚城投 MTN002 (AA <sup>+</sup> )				
AA <sup>+</sup> /稳定	19 余姚城投 MTN001 (AA <sup>+</sup> )				
	22 余姚城投 MTN001 (AA <sup>+</sup> )	2021/06/17	李龙泉、阮思齐、秦羽璇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup> /稳定	21 余姚城投 MTN002 (AA <sup>+</sup> )	2022/02/25	李龙泉、陈莘	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
		2021/08/03	李龙泉、刘凯	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup> /稳定	21 余姚城投 MTN001 (AA <sup>+</sup> )	2021/09/18	李龙泉、秦羽璇	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
		2021/08/03	李龙泉、刘凯	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA <sup>+</sup> /稳定	19 余姚城投 MTN002 (AA <sup>+</sup> )	2019/03/22	段晋璇、汪莹莹、齐鹏	<a href="#">中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000_2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
		2018/11/27	赵艳艳、汪莹莹、齐鹏	<a href="#">中诚信国际地方投融资平台行业评级方法 140000_2018_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>

## ● 同行业比较（2022 年数据）

项目	余姚城投	福清国资	海宁城投
最新主体信用等级	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	宁波市-余姚市	福州市-福清市	嘉兴市-海宁市

GDP (亿元)	1,513.59	1,604.42	1,247.00
一般公共预算收入 (亿元)	120.74	117.21	95.08
经调整的所有者权益合计 (亿元)	134.19	209.80	190.30
总资本化比率 (%)	59.22	33.53	56.76
EBITDA 利息覆盖倍数 (X)	0.33	2.20	0.46

注：福清国资系“福清市国有资产营运投资集团有限公司”的简称；海宁城投系“海宁市城市发展投资集团有限公司”的简称。

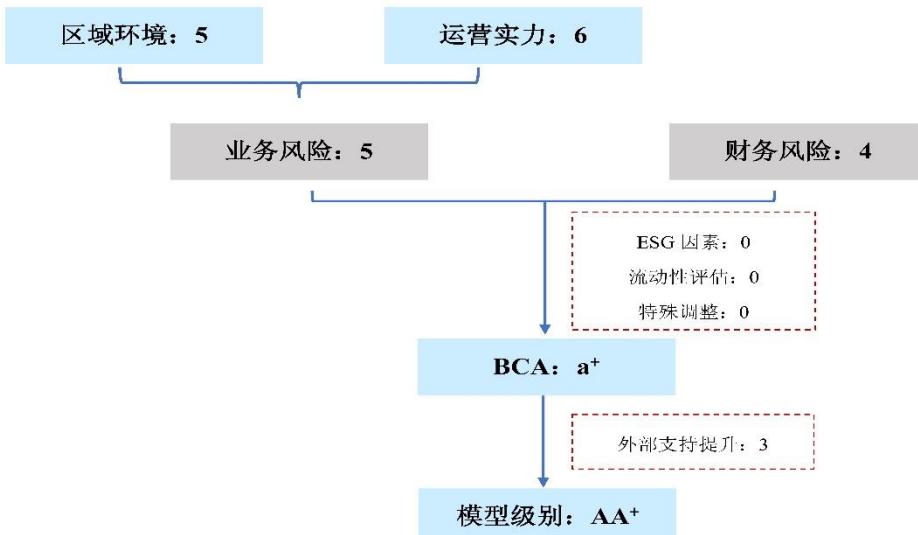
资料来源：公司提供及公开信息，中诚信国际整理

## ● 本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
23 余姚城投 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2023/03/30	5.00	5.00	2023/04/21~2026/04/21	续期选择权、票面利率选择权、赎回选择权等
22 余姚城投 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/07/28	5.00	5.00	2022/08/04~2027/08/04	--
22 余姚城投 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	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 <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	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 <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	5.00	5.00	2021/08/23~2026/08/23	--
21 余姚 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	5.00	5.00	2021/04/27~2026/04/27	--
20 余投 01	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	5.00	5.00	2020/04/28~2025/04/28	--
19 余姚城投 MTN002	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	5.00	5.00	2019/04/25~2024/04/25	--
19 余姚城投 MTN001	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>	2022/06/23	6.00	6.00	2019/02/27~2024/02/27	--

## ● 评级模型

余姚市城市建设投资发展有限公司评级模型打分(2023\_01)



## ● 方法论

中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C220000\_2022\_03

### ■ 业务风险:

中诚信国际认为，余姚市经济财政实力不断增强，特色产业突出，广义债务率处于全国中下游水平，整体再融资环境较好；余姚城投作为余姚市重要的土地整理、基础设施及安置房建设主体，业务经营具有很强的竞争力，待开发项目充足、水务及燃气业务运营稳定，业务稳定性和可持续性很强。但需关注后续的资本支出压力以及土地整理业务的结算回款情况。

### ■ 财务风险:

中诚信国际认为，余姚城投所有者权益不断增长，资本实力进一步增强；但债务规模增长较快，财务杠杆水平提升，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力较弱，面临一定的偿债压力。

### ■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对余姚城投个体基础信用等级无影响，余姚城投具有a<sup>+</sup>的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和中等的财务风险。

### ■ 外部支持:

中诚信国际认为，余姚市政府有强的支持能力和对公司强的支持意愿，主要体现在余姚市的区域地位，以及较强劲的经济财政实力和增长能力；余姚城投系余姚市重要的基础设施、土地整理和安置房建设主体，成立以来持续获得政府在资产划转、资本注入等方面的支持，具备强的重要性及与政府的关联性。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

## 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 2023 年 3 月末，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 2023 年 3 月末，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。

## 近期关注

### 宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“强强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

行业政策方面，2022 年以来与城投企业相关的监管政策延续对隐性债务化解的关注，城投企业更加注重与金融机构形成长期合作，全域无隐债试点和高风险地区降低债务风险试点继续拓展；中央及多地持续通报隐债问责案例，部分区域大力开展城投企业反腐工作，旨在推动城投企业良性发展，需关注隐性债务化解以及企业内部治理给区域带来的信用风险。在债务化解方面，《2023 年政府工作报告》明确提出了“优化债务期限结构，降低利息负担，遏制增量、化解存量”的途径，预计 2023 年地方政府债务管理长效机制将持续完善，隐性债务化解“以时间换空间”力度将加大，或继续合理有序推进地方债置换、金融机构贷款置换等化债方式，但在金融机构贷款置换时需关注大幅压降利率、长时间展期等方案对城投企业及所在区域信用水平、声誉的冲击。财政部指出 2023 年将合理安排专项债规模，确保政府投资力度不减，并且将适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，持续加力重点项目建设，需重点关注城投企业是否参与重点项目建设以及承担区域重要职能对城投企业再融资能力的影响，还需关注政策边际利好下城投企业再融资分化或加剧。

## 区域环境

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，且特色产业突出，塑料、模具生产在国内占有重要地位，并在仪表、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。全市共有 6 个街道、14 个镇、1 个乡，总面积 1,527 平方公里，2022 年末常住总人口为 126.40 万人。2022 年，余姚市实现地区生产总值（GDP）1,513.59 亿元，按可比价格计算较上年增长 1.90%，居宁波市内第四位；同年，余姚市人均 GDP 为 11.99 万元，低于全市水平。

表 1：2022 年宁波市下属区县经济财政概况

地区	GDP		人均 GDP		一般公共预算收入	
	金额（亿元）	排名	金额（万元）	排名	金额（亿元）	排名
宁波全市	15,704.30	-	16.39	-	1,680.13	-
鄞州区	2,734.78	1	16.45	5	279.60	2
北仑区	2,630.84	2	30.43	1	424.13	1
慈溪市	2,521.58	3	13.52	8	204.73	3
余姚市	<b>1,513. 59</b>	<b>4</b>	<b>11.99</b>	<b>11</b>	<b>120.74</b>	<b>4</b>
海曙区	1,501.27	5	14.22	7	117.06	5
镇海区	1,374.29	6	26.74	3	74.40	8
奉化区	907.28	7	15.48	6	69.30	9
宁海县	900.72	8	12.71	9	62.47	10
江北区	860.32	9	17.10	4	101.94	6
前湾新区	832.10	10	29.82	2	80.6	7
象山县	720.04	11	12.52	10	60.82	11

注：区县人均 GDP 系根据常住人口测算而来。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

稳定的经济增长和不断优化的产业结构为余姚市财政实力形成了有力的支撑，2021 年一般公共预算收入有所提升，收入质量和财政自给能力很高；2022 年受宏观经济环境和留抵退税的影响，一般公共预算收入、税收收入和公共财政平衡率均有所下降。政府性基金收入是余姚市地方政府财力的重要补充，受宏观经济、土地出让市场形势和房地产市场景气度的影响，近年来波动较大。

再融资环境方面，余姚市广义债务率处于全国中下游水平，同时区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，其中债券市场发行利差普遍低于全国平均水平，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

**表 2：近年来余姚市地方经济财政实力**

指标	2020	2021	2022
GDP（亿元）	1,220.72	1,441.50	1,513.59
GDP 增速(%)	5.1	9.1	1.9
人均 GDP（万元）	9.81	11.4	12.0
固定资产投资增速(%)	6.5	13.1	13.7
一般公共预算收入（亿元）	114.20	129.72	120.74
政府性基金收入（亿元）	100.58	158.39	106.23
税收收入占比(%)	85.98	87.85	78.14
公共财政平衡率(%)	88.60	91.02	81.06

注：税收收入占比=税收收入/一般公共预算收入\*100%；公共财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出\*100%。

资料来源：余姚市财政局，中诚信国际整理

## 运营实力

中诚信国际认为，跟踪期内，公司仍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，具有重要的平台定位，其业务主要集中于余姚市核心区域，另公司的供水、燃气等业务具有明显的区域垄断性，整体业务竞争力很强；公司业务模式稳定，待开发土地相对充足、安置房项目结算及回款情况良好，且水务、燃气等业务运营稳定，整体业务稳定性和可持续性很强。

值得注意的是，土地整理业务收入受土地市场波动及财政预算安排等影响具有一定不确定性；在建安置房、在整理及拟整理土地投资规模较大，后续面临一定的资本支出压力。

**表 1：2020~2022 年及 2023 年 1~3 月公司营业收入及毛利率构成情况（亿元、%）**

业务	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
安置房销售	4.14	23.9	14.10	5.09	25.37	18.49	4.43	20.40	6.87	0.05	1.33	-98.66
土地整理	1.55	8.95	54.32	1.91	9.52	49.75	3.00	13.83	51.94	0.00	0.00	-
供水	2.59	14.95	9.18	3.00	14.96	15.30	3.02	13.91	5.98	0.64	16.56	14.03
天然气供应	5.00	28.87	4.08	6.08	30.31	4.62	6.98	32.19	2.17	1.82	47.50	-3.62
污水处理	0.95	5.48	-45.21	1.11	5.53	-46.18	1.08	4.98	-48.39	0.23	6.05	-78.63
燃气具及配件销售	0.00	0.00	6.77	0.00	0.00	7.26	0.00	0.01	3.58	0.00	0.00	35.61
拍卖佣金	0.03	0.17	75.54	0.02	0.1	41.89	0.02	0.10	63.77	0.00	0.10	68.11
检测费	0.10	0.58	75.28	0.17	0.85	85.82	0.14	0.62	82.01	0.04	1.00	86.57
路灯安装维修	0.23	1.33	27.74	0.19	0.95	42.05	0.23	1.06	47.81	0.06	1.46	-19.63
物业管理	0.06	0.35	-76.25	0.19	0.95	-18.29	0.10	0.45	35.14	-	-	-
广播电视	0.09	0.52	25.07	0.05	0.25	40.29	-	-	-	-	-	-
停车场租赁	0.01	0.06	100.00	0.00	0.00	100.00	0.00	0.02	100.00	0.00	0.03	100.00
粮油销售	1.91	11.03	-10.61	1.29	6.43	-0.83	1.84	8.48	-5.00	0.69	17.90	-1.20
金属回收	0.09	0.52	72.94	0.11	0.55	55.72	0.02	0.10	54.64	0.00	0.00	-
自营及代理进出口	0.49	2.83	0.71	0.68	3.39	0.95	0.72	3.33	0.77	0.21	5.38	0.75
其他业务	0.08	0.46	9.21	0.17	0.85	0.00	0.11	0.52	8.76	0.10	2.70	2.90
合计	17.32	100	8.4	20.05	100	11.98	21.69	100.00	8.67	3.84	100.00	-4.88

注：2021 年三季度，公司已剥离广播电视业务，无偿划出余姚市广播电视台广告有限公司和余姚市广播电视台传播有限公司的 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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 土地一级开发板块

公司为余姚市主要的一级土地开发整理主体，业务范围集中于余姚市核心区域，业务来源有保障；享有较高的土地出让净收益，已整理土地的出让情况与业务回款情况较好；公司拟整理项目规模较大，其中黄山公园周边区块采取分阶段方式开发，待开发土地相对充足；但未来两年公司拟投资项目支出金额较大，面临一定的资本支出压力，同时考虑土地出让受区域土地市场环境及政策等因素影响较大，出让及回款进度或存在一定的不确定性。

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。

业务模式方面，公司经余姚市政府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，即一方面委托街道与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，另一方面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；2016 年之前，余姚城投可获得土地出让金扣除相关税费和规费后的 70%，一般为土地出让当年内收回，但实际回款存在滞后，收到回款确认收入；2016 年之后，土地业务收入不再与土地出让金挂钩，按成本加成方式，以最终审计的实际计算金额作为收入进行确定。

从业务开展情况来看，截至 2023 年 3 月末，公司已整理土地的出让与回款情况较好，出让面积合计 1,653.91 亩，成交总价为 101.43 亿元，已累计确认收入 79.87 亿元，并全部实现回款。目前，公司已整理完毕待出让的地块为康复路东侧地块，可供出让面积 35 亩，预计将于 2024 年出让。接下来，公司将继续推进黄山公园周边二期、三期土地和仓前路、田庄地块的开发整理，地块合计面积约 385 亩，总投约 51.39 亿元，预计将于 2025 年整理完毕。整体来看，公司于 2023 年~2024 年需投资规模较大，存在一定的资本支出压力。且土地出让受区域土地市场环境及政策等因素影响较大，出让及回款进度或存在一定的不确定性。

**表 2：截至 2023 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 地块	商住（商业超 10%）	39.51	1.20	3.97	
2019-49 地块	商住（商业超 10%）	29.56	0.76	2.42	5.00
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	0.40	1.02	
2020-87 号地块	零售商业、餐饮用地	9.42	0.19	0.46	1.30
公园绿地、文化娱乐康体用地、社会停车场用地、公共					
2020-116 号地块	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
谭家岭西路北侧、俞家桥路 西侧地块（2022-34 号地块）	住宅、商业用地	108.9	5.5	7.15	6.3
余姚黄山未来社区（黄山西 路北侧、开丰路两侧地块） (2022-33 号地块)	住宅、商业用地	208.45	20	25.01	22.5
<b>合计</b>	--	<b>1,653.91</b>	<b>57.18</b>	<b>101.43</b>	<b>79.87</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 3：截至 2023 年 3 月末公司主要在整理及拟整理土地项目情况（亩、亿元）**

序号	地块名称	计划总投	已投	可供出让面积	计划出让年	规划用途
1	三七市相岙村、二六市 村、唐张村地块	3.5	2.33	898.5	2024-2025	住宅、商业用 地
2	黄山周边区块二、三期	36.5	0	265	2025-2026	住宅、商业用
3	仓前路和田庄地块	14.89	0	120	2025-2026	住宅、商业用
<b>合计</b>	--	<b>54.89</b>	<b>2.33</b>	<b>1,283.5</b>	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 安置房销售板块

**公司为余姚市重要的安置房建设主体，主要安置房项目均已完工，整体销售及回款情况较好；目前公司在建安置房 1 个，暂无拟建项目。**

安置房建设业务主要由公司本部负责运营，业务范围为余姚市核心区域。业务模式方面，公司受余姚市人民政府房屋动迁管理办公室（现名余姚市人民政府房屋征收管理中心）等政府部门委托，根据政府的建设规划，自筹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（以下简称“管理中心”）进行建设，建设资金由公司自筹，按照工程进度拨付给施工方；管理中心将安置房建设完毕后移交至余姚城投，余姚城投与其结算并支付其较少的代建费（费率一般为 3%）。目前管理中心不再参与安置房项目的建设管理，公司自身承担项目管理职能，通过公开招标方式选定施工单位进行项目建设。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，后由安置户直接向公司支付款项。安置房价格方面，经第三方评估价格（不高于普通商品房）后按照市场拍卖价格确定，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，同样进行拍卖销售，该部分收入也计入安置房销售收入。

从业务开展情况来看，公司以往年度安置房项目开发建设较多，目前以销售存量安置房为主。截至 2023 年 3 月末，公司达到可销售状态的安置房已全部完工，总可售面积 140.75 万平方米，已开票面积 122.06 万平方米，已销售金额 120.34 亿元，已回款 106.30 亿元，整体销售回款情况良好。另外，通常安置后会有剩余零星房源，公司可进行拍卖销售，2022 年，公司拍卖安置房 17 套，确认安置房拍卖收入 1,962.44 万元。截至 2023 年 3 月末，公司在建项目为堰头安置房，总投资 21.89 亿元，已投 7.16 亿元，暂无拟建安置房项目。

**表 4：截至 2023 年 3 月末公司在建安置房项目情况（万平方米、亿元）**

项目名称	建设周期	建筑面积	总投资	已投资
堰头安置房	2023.5-2025.3	21.03	21.89	7.16

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 供水板块

**公司供水业务处于区域垄断地位，业务竞争力很强；2022 年公司供水收入小幅增长，但受姚东自来水公司主营业务成本中新增农饮水部门成本费用影响，供水业务毛利率下降 9.32 个百分点；2023 年一季度，供水业务毛利率显著回升，但仍需关注年度业绩完成情况。**

公司供水业务由子公司自来水公司、余姚市第二自来水有限公司（以下简称“二水公司”）和姚东自来水公司负责。受水务板块整合影响，二水公司已于 2022 年 11 月 2 日注销，其原有业务由自来水公司承接，因此现自来水公司主要负责余姚市市区四个街道以及余姚市西北区域的自来水供应以及供水管网的建设、安装以及维护等工作。姚东自来水公司（自 2019 年 1 月正式运营）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，2023 年 3 月末达 3,467 公里。

从业务开展情况来看，近年来余姚市售水价格（含污水处理费）稳定，仍执行 2017 年的政府指导价格标准，居民用水仍采取阶梯水价模式。2022 年，公司实现供水收入 3.02 亿元，较 2021 年略有增长，但受姚东自来水公司主营业务成本中新增农饮水部门成本费用影响，供水业务毛利率下降 9.32 个百分点至 5.98%；2023 年一季度，供水业务毛利率显著回升，仍需进一步关注年度经营业绩完成情况。

**表 5：截至 2023 年 3 月末公司供水业务基本情况（万立方米/日、万立方米、%）**

公司	指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1-3
自来水公司	设计能力	28.50	28.50	40.5	40.5
	平均日供水量	12.59	14.10	27.66	25.93
	供水总量	4,594.10	5,145.65	10,096.98	2,333.96
	售水总量	4,261.13	4,656.53	8,643.96	1,964.37
	管网漏损率	6.19	8.15	13.92	15.48
二水公司	设计能力	12.00	12.00	--	--
	平均日供水量	12.47	13.43	--	--
	供水总量	4,552.80	4,900.45	--	--
	售水总量	3,789.60	4,178.66	--	--
	管网漏损率	16.76	14.73	--	--
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	2.23	3.08	3.15	3.4
	供水总量	819.34	1,122.40	1,149.09	306.64
	售水总量	812.15	1,122.23	1,118.20	317.77

注：1、自来水公司 2022 年系合并二水公司后的数据，下同；2、二水公司 2020 年以来平均日供水量大于日供水设计能力，主要系部分供水量系由自来水公司调配过来；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

**表 6：近年来公司供水业务运营情况（万吨、元/立方米）**

公司名称	类别	2020		2021		2022		2023.1-3	
		销量	单价	销量	单价	销量	单价	销量	单价
自来水公司	居民生活用水	2,364.78	2.75~5.95	2,561.69	2.75~5.95	4,157.01	2.75~5.95	941.3	2.75~5.95
	工商业用水	1,880.17	5.45	2,077.24	5.45	3,900.98	5.45	885.81	5.45
	特种行业用水	7.10	8.00	9.18	8.00	6.01	8	1.72	8
	其他	9.08	3.45	8.42	3.45	579.96	3.45	135.55	3.45
二水公司	合计	4,261.13	--	4,656.53	--	8,643.96	--	1,964.38	--
	居民生活用水	1,361.07	2.75~5.95	1,527.42	2.75~5.95	--	--	--	--
	工商业用水	1,819.20	5.45	2,047.58	5.45	--	--	--	--
	特种行业用水	--	--	--	--	--	--	--	--
	其他	609.33	4.10	603.66	4.10	--	--	--	--
合计		3,789.60	--	4,178.66	--	--	--	--	--

姚东自来水公司	居民生活用水	541.35	2.00~5.20	748.15	2.00~5.20	745.47	2.00~5.20	211.85	2.00~5.20
	工商业用水	270.80	4.80	374.08	4.80	372.73	4.8	105.92	4.8
	<b>合计</b>	<b>812.15</b>	--	<b>1,122.23</b>	--	<b>1,118.2</b>	--	<b>317.77</b>	--

注：1、姚东自来水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；2、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 0.20 元/立方米，较优质的水源在一定程度上保证了水质且降低了水处理成本。公司原水购水价格近年较为平稳，原水价格为 0.52 元/立方米。2022 年，公司原水采购量较去年略有收缩。此外，自来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，净水价格自 2021 年上涨后维持稳定水平。姚东自来水公司则自行加工处理。

**表 7：近年来公司购水情况（元/立方米、万吨）**

项目名称	购水主体	2020	2021	2022	2023.1~3
净水价格	自来水公司	购水量不超过 3,400 万吨	1.89	1.93	1.93
		购水量超过 3,400 万吨	0.45	0.46	0.46
	二水公司		0.66	0.80	--
	姚东自来水公司		--	--	--
原水价格	自来水公司		0.51	0.52	0.52
	二水公司		0.52	0.52	--
	姚东自来水公司		0.52	0.52	0.52
原水采购量	自来水公司		4,950	5,418.21	10,045.7
	二水公司		4,588	4,900.45	--
	姚东自来水公司		812	1,216.77	1,130.29
					321.59

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2023 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程-水厂供水管网工程，项目总投约 1.43 亿元，投资进度约 41.07%；姚东五镇镇级管网及一户一表改造工程二期和三期，总投约 2.10 亿元，投资进度约 60.28%；姚北水厂新建工程一期，总投约 3 亿元，投资进度约 35.40%。

## 污水处理板块

**公司污水处理业务在余姚市具有垄断地位。近年来，随着污水收集标准的提高和工程扩建的推进，污水处理业务发展较快，但仍主要依靠补贴实现收入平衡，对利润的贡献相对有限。**

公司污水处理业务主要由子公司排水公司负责，排水公司系余姚市唯一的污水处理企业，垄断优势明显，污水收集范围已从城区拓展至乡镇，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，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。

从业务开展情况来看，近年来在污水收集标准提高和工程扩建带动下，公司污水收集能力由 15 万吨/日逐步提升为 25 万吨/日，2022 年实际污水收集量提升至 24.44 万吨/日。截至 2023 年 3 月末，

公司管辖污水管网 491 公里、雨水管道 461 公里、污水处理泵站 80 座、雨水泵站 40 座，服务面积约 1,272.15 平方公里。2022 年及 2023 年一季度，公司污水处理业务收入分别为 1.08 亿元和 0.23 亿元，并分别获得污水处理营运资金补贴 0.60 亿元和 0.07 亿元，考虑补贴后污水处理业务能基本实现收支平衡。

**表 8：近年来公司污水处理业务运营情况**

指标	2020	2021	2022	2023.1-3
实际污水收集量（万吨/日）	19.15	20.99	24.44	22.51
理论收集能力（万吨/日）	22.50	23.75	25.00	25.00
服务面积（平方公里）	1,272.15	1,272.15	1,272.15	1,272.15
污水管网（千米）	358.95	358.95	358.95	491.00
城市污水处理率（%）	87.50	87.5	87.5	87.5

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 燃气板块

公司燃气供应业务具有一定的区域垄断性，2022 年受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大幅增长；液化天然气价格上涨趋势明显，但由于销量大幅减少，2022 年收入下降 37.42%。

公司天然气业务由子公司天然气公司负责运营。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 9 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。截至 2023 年 3 月末，天然气公司共铺设高压管网 37 公里、中低压管网 1,165 公里，日供气能力为 72 万立方米/日。此外，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余姚申燃能源有限公司，天然气公司持有其 45% 的股权，主要经营液化天然气供应，成为气化天然气的有效补充。

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，即从浙江省天然气开发有限公司获得管道燃气，经过简单加压处理后将天然气输送到终端用户；液化天然气作为气化天然气的有效补充，实行点供形式，即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收接门站，其中主要供应商为上海久联集团有限公司，以销定采，并采用预付方式，每月末按交易结算单金额结算。

从业务开展情况来看，居民用气实行政府定价，目前仍执行 2017 年的阶梯定价标准；非居民用气实行政府指导价格，即企业可根据实际情况，在指导价基础上，自主合理确定下浮幅度。受益于非居民供应价格持续上行与居民和非居民整体用户数量的不断增长，2022 年气化天然气实现销售收入 4.91 亿元，较 2021 年增长 76.71%；液化天然气业务较为市场化，实际销量会随市场价格变化而波动，2021 年以来液化天然气市场价格持续上涨，但销量明显收缩，2022 年实现收入 2.07 亿元，较 2021 年下滑 37.42%。

**表 9：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	2020	2021	2022	2023.1-3
供应量	6,850.93	9,368.42	12,067.92	3,058.24
其中：居民	1,551.37	1,706.75	1,973.12	790.65
非居民	5,299.56	7,661.67	10,094.8	2,267.59
供应均价	2.7	2.96	4.07	3.83

其中：居民	2.75	2.76	2.77	2.79
非居民	2.68	3.01	4.32	4.19
供应户数	11.26	12.21	13	13.21
其中：居民	11.17	12.1	12.88	13.08
非居民	0.1	0.11	0.12	0.13

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

**表 10：近年来公司液化天然气经营情况（万吨、元/吨）**

指标	2020	2021	2022	2023.1-3
采购数量	12.22	7.62	3.2	1.15
平均采购价格	2,720.50	4,288.92	6,410.52	5,627.83
销售数量	12.22	7.62	3.2	1.15
平均销售价格	2,742.83	4,341.27	6,469.07	5,606.75

注：采购和销售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

## 其他业务

**公司粮油销售业务拓展了公司的收入来源，但利润贡献相对有限；2021 年三季度，公司已剥离广播电视台业务。**

公司粮油销售业务主要由子公司余姚市粮食收储有限公司负责运营，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方式，不存在赊账情况。2022 年及 2023 年 1~3 月，公司分别实现粮油销售收入 1.84 亿元和 0.69 亿元。

公司广播电视台业务由余姚市广播电视台广告有限公司和余姚市广播电视台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台收入 0.09 亿元和 0.05 亿元，收入规模很小。

2021 年三季度，公司剥离广播电视台业务，2021 年 9 月末已完成工商变更。

## 财务风险

**中诚信国际认为，公司的财务风险处于中等水平，主要系受益于政府的大力支持，近年来公司所有者权益持续增长；但随着业务的持续推进，2022 年公司债务规模增长较快，带动财务杠杆水平回升；同时，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力较弱，公司经营周转及债务偿还对外部融资存在较强依赖性，需关注融资监管政策变化对公司的影响。**

## 资本实力与结构

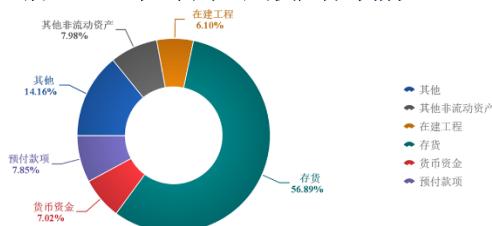
**公司的平台地位较重要，在业务持续推进、资产注入等带动下资产规模保持增长态势，资本实力不断增强；各类土地开发整理和安置房建设等业务形成的存货、预付账款规模较大，削弱了资产流动性，但公司供水及燃气供应板块收益良好且土地资产位置较好，整体资产价值较高；2022 年以来受长期债务增长较快影响，财务杠杆水平有所回升，但总体维持较稳定的水平，关注后续债务压降情况。**

公司作为余姚市重要的城市建设运营主体，承接余姚市核心区域的一级土地开发、基础设施建设和安置房建设工作。随着业务的持续推进，叠加 2022 年获肖东工业园区黄山片区基础设施工

程专项债资金等因素，公司资本实力得到进一步充实，资产规模不断扩张。

公司资产主要由货币资金、预付账款、各类土地开发整理、安置房建设、市政基础设施等业务形成的存货、在建工程以及其他非流动资产等构成。存货和预付款项等对公司资金形成较大的占用，其中存货主要由已完工安置房、土地整理成本和未与政府结算的市政基础设施建设投入等为主，账面价值较高，需关注上述资产的变现及后续已完工项目的回款情况；预付余姚动迁办、余姚市污水收集工程指挥部等款项账面价值较高，整体账龄较长，关注该类款项的结算进度；公司货币资金以银行存款为主，无受限资金；另公司无形资产相对稳定，截至 2023 年 3 月末，无形资产规模 15.76 亿元，主要为土地使用权，其中土地多为出让用地，位置较核心，流动性较好；且公司拥有水务及燃气供应板块稳定现金流资产，收入占比较高，一定程度提升了公司资产价值。整体来看，公司资产流动性一般，收益性尚可，资产价值较高。

**图 1：截至 2023 年 3 月末公司资产分布情况**



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**图 2：截至 2023 年 3 月末公司权益情况**



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

近年来，公司持续获得政府无偿划入的资产或注入的资金，资本公积持续增长。2021 年，公司接受余姚市国资办注入前湾新区涉及余姚市杭州湾区域范围内的 9 号地块 1008 亩滩涂，增加资本公积 8.95 亿元；2022 年，公司获得余姚市肖东工业园区黄山片区基础设施建设工程专项债资金，增加资本公积 9.0 亿元，资本实力不断增强，2022 年末经调整的所有者权益较 2021 年末增长 7.24%。

财务杠杆方面，项目建设的推进导致公司负债规模呈持续增长态势，总资本化比例呈现波动趋势，2022 年以来，受新增较多长期借款和应付债券影响，财务杠杆水平有所上升。总体来看，近年来公司资产负债率基本维持在 60% 左右，总资本化比率在 59%-62% 左右，虽 2023 年一季度有小幅上升，但总体维持着较为稳定的水平。

**表 11：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）**

项目	2020	2021	2022	2023.3
资产总额	338.76	354.27	389.06	411.76
流动资产占比	71.88	71.26	71.44	72.54
非流动资产占比	28.12	28.74	28.56	27.46
经调整的所有者权益	115.06	125.13	134.19	134.19
资产负债率	60.18	59.08	60.40	62.59
总资本化比率	59.08	58.87	59.22	61.47

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 现金流分析

公司收入质量尚可，销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入基本匹配；自 2021 年开始，公

司经营活动现金流由净流入转为净流出，且资金缺口不断加大，经营获现能力较弱；近两年随着多项管网、水厂项目的建设推进，投资活动支出规模较大；同时，2022 年公司对外融资需求加大，随着后续经营性项目、相关建设工程的持续推进以及到期债务的偿还，公司现金流状况仍需关注。

自 2021 年开始，公司收现比出现明显下降，但近两年基本保持在略高于 1 的水平上，销售商品、提供劳务收到的现金规模可与营业收入基本匹配，经营活动获现能力尚可。

公司经营活动净现金流受土地开发、安置房项目的投资建设力度、经营性往来款现金收支的影响较大，自 2021 年开始经营活动净现金流呈净流出状态。2022 年由于支付余姚市动迁办肖东工业园黄山片区拆迁补偿款，公司当年购买商品、接受劳务支付的现金大幅增长，导致全年经营活动现金流呈现出较大金额的净流出。同时，考虑到公司在建及拟建项目规模较大，近两年仍会保持较大的建设投入，各类经营性回款难以覆盖建设支出，预计短期内公司经营活动净现金流仍将保持净流出状态。

近年来，公司投资活动现金流一直保持净流出状态，2021~2022 年投资活动净流出增加，主要系水厂扩建、供水管网改造及污水零直排等相关建设工程的持续推进所致。根据目前在建项目的建设进度及资金支出安排，预计 2023 年投资活动现金流仍将呈现出净流出状态。

如前所述，公司经营活动的资金缺口逐年加大，投资活动保持净支出状态，叠加债务偿还金额逐年增长，公司对外融资的需求进一步提升。随着后续经营性项目、相关建设工程的持续推进以及到期债务的偿还，公司现金流状况仍需关注。

**表 12：近年来公司现金流情况（亿元、%）**

项目	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
经营活动产生的现金流量净额	15.66	-5.16	-16.48	-3.33
投资活动产生的现金流量净额	-2.60	-6.25	-6.63	-1.26
筹资活动产生的现金流量净额	-7.86	6.43	14.09	16.72
现金及现金等价物净增加额	5.20	-4.98	-9.03	12.13
收现比	1.42	1.02	1.01	1.05

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 偿债能力

公司债务规模逐年增长，债务负担相对较重，但债务结构较为合理，与其业务特征相匹配；近年来，公司资本化利息支出规模较高，EBITDA 和经营活动净现金流对利息的保障能力较弱；公司长期债务规模较大，未来面临一定的偿债压力，同时公司经营周转及债务偿还对外部融资存在较强依赖性，关注融资监管政策变化对公司的影响。

随着经营业务的不断发展、各类项目建设的持续投入，公司外部债务融资需求逐年增长。2020~2022 年末总债务的复合增长率为 8.33%，2023 年 3 月末总债务较年初增长 9.82%。公司债务以银行借款和债券发行为主，且银行借款多有抵质押及担保措施；2022 年公司短期债务占比显著下降，23 年一季度有所回升，但仍保持较低的比例，以长期债务为主，与其业务特征相匹配，债务期限结构较为合理。

**表 13：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）**

项目	类型	成本	金额	1年以内到期	1-2年到期	2-3年到期	3年以上到期
银行借款	信用借款/抵押借款/ 保证借款等	3.9%-6.2%	79.60	8.13	16.77	27.61	27.10
债券融资	普通债券/永续债等	3.54%-7%	125.99	16.48	24.83	6.93	77.76
非标融资	融资租赁及信托借款	4.75%-5.5%	8.46	2.27	1.44	2.12	2.63
<b>合计</b>	-	-	<b>214.05</b>	<b>26.88</b>	<b>43.03</b>	<b>36.66</b>	<b>107.49</b>

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

公司 EBITDA 主要由利润总额、费用化利息支出和折旧摊销等构成，其中利润总额近年来稳步提升，经营性业务利润中的其他收益主要来自于政府各类补贴和税费返还等，对政府补助的依赖较大，但受利息支出（公司大部分利息得以资本化）较高影响，EBITDA 对利息的保障能力较弱。其中，政府补助逐年增加，2020、2021、2022 年和 2023 年一季度分别为 2.66 亿元、2.39 亿元、2.62 亿元和 0.74 亿元，可持续性较强。此外，近年来公司经营活动现金流整体处于净流出状态，难以对利息支出形成有效覆盖。

**表 14：近年来公司偿债能力指标（亿元、X）**

	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总债务	166.09	179.09	194.91	214.05
短期债务占比	34.91	23.91	8.62	12.56
EBITDA	2.77	3.32	2.77	--
EBITDA 利息覆盖倍数	0.36	0.43	0.33	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数	2.05	-0.67	-1.95	--

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

## 其他事项

受限情况方面，截至 2023 年 3 月末，公司受限资产 24.18 亿元，占当期末总资产的 5.87%，主要系融资租赁物与投资性房地产。或有负债方面，截至 2023 年 3 月末，公司对外担保金额为 14.67 亿元，占同期末净资产的比例为 9.52%，被担保单位均为区域内国有企业，但仍需关注其或有负债风险。

**表 15：截至 2023 年 3 月末公司对外担保情况（万元）**

序号	被担保对象	企业性质	担保金额
1	宁波舜农集团有限公司	国企	14,700.00
2	宁波舜农集团有限公司	国企	34,700.00
3	余姚市经济开发区建设投资发展有限公司	国企	30,000.00
4	余姚市泗门新农村建设开发有限公司	国企	9,700.00
5	余姚市姚江旅游开发有限公司	国企	3,000.00
6	余姚市阳明文化旅游集团有限公司	国企	14,400.00
7	余姚市金瑞建设投资有限公司	国企	40,200.00
<b>合计</b>		-	<b>146,700.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业历史违约记录情况表》及企业征信报告，截至 2023 年 4 月 4 日，公司近三年一期未发生违约事件，也不存在三年以前发生且当前未结清的违约事件。

## 假设与预测<sup>1</sup>

### 假设

- 2023 年，公司仍作为余姚市市属国企集中出资平台，没有显著规模的资产划入和划出。
- 2023 年，公司业务稳步发展，收入及盈利水平预计稳中有升。
- 2023 年，公司各类项目投资支出规模预计分别约 72~88 亿元。
- 2023 年，公司债务规模将明显上升，预计新增债务规模分别为 70~90 亿元。

### 预测

表 16：公司重点财务指标预测情况

	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	58.87	59.22	58.33~71.52
EBITDA 利息保障倍数（X）	0.43	0.33	0.24~0.30

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

### 流动性评估

**中诚信国际认为，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。**

2022 年公司经营活动净流出额加大，截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金为 28.91 亿元，可为公司日常经营及债务偿还提供直接资金来源。同时，截至 2023 年 3 月末，公司银行授信总额为 243.00 亿元，尚未使用授信额度为 135.96 亿元，备用流动性较好。此外，余姚市经济基础较好，公司在金融市场的认可度较高，公司在债券市场表现较为活跃，但近一年来监管进一步收紧区县级平台债券融资，需持续关注相关政策及融资环境对公司整体再融资能力的影响。

公司流动性需求主要来自于项目建设及债务的还本付息。根据公司规划，未来一年公司投资支出规模较大，主要集中于土地整理与水务板块。截至 2023 年 3 月末，公司短期债务为 26.88 亿元。综上所述，公司流动性一般，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

### ESG 分析<sup>2</sup>

**中诚信国际认为，公司注重可持续发展，战略规划清晰，内控管理相对健全，但能源与资源等信息披露方面有待进一步提升。**

环境方面，公司基础设施建设类业务及公用事业运营等可能会面临一定环境风险，排放物、能源与资源相关信息披露较少，目前尚未受到监管处罚。截至目前，公司在环境管理、资源管理和可

<sup>1</sup> 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

<sup>2</sup> 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

持续发展等方面表现良好。

社会方面，公司通过健全员工管理，加强安全生产，近年未发生安全生产事故和员工劳动纠纷。

治理方面，余姚城投战略规划清晰，治理结构与内控管理制度相对完善，管理层稳定性较好，对下属子公司的管控能力较强。

## 外部支持

**中诚信国际认为，余姚市政府对支持能力强，主要体现在以下方面：**

余姚市是隶属于宁波市的县级市，塑料、模具生产等特色产业突出，在国内占有重要地位，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。余姚市经济实力较强，近年来区域经济稳步增长，整体经济发展水平较高。同时，余姚市广义债务率相对较低，在全国区县中处于中下游水平；此外，区内城投企业的融资主要依赖银行和直融等渠道，非标占比较少，发债主体未出现债务违约事件，整体再融资环境较好。

**同时，余姚市政府对公司的支持意愿强，主要体现在以下 3 个方面：**

- 1) 区域重要性强：受余姚市国资办委托，公司承担了余姚市核心区域的土地一级开发、安置房建设、自来水供应、污水处理及燃气供应等业务，其中水务和燃气业务具有区域垄断性，在余姚市城市建设和社会发展中具有重要地位，区域重要性强。
- 2) 与政府的关联度高：公司实际控制人为余姚市国资办，根据政府意图承担余姚市核心区域内基础设施和重点项目建设等投融资任务，业务开展与余姚市政府的关联性高。
- 3) 过往支持力度较大：公司在政府补助及资产划转等方面具有良好记录，对公司资本支出具有重要支撑。

**表 17：余姚市主要平台比较（亿元、%）**

名称	大股东及持股比例	职能定位与分工	总资产	所有者权益	资产负债率	营业总收入	净利润	债券余额
余姚市城市建设投资发展有限公司	宁波舜建集团有限公司 100%	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以及余姚市国有控股的水务和燃气供应主体	389.06	154.05	60.40	23.07	2.20	112.00
余姚市舜财投资控股有限公司	余姚市国资委 100%	余姚市最大的国有资本投资平台	1,714.41	669.57	60.94	95.81	5.95	2.00
宁波舜通集团有限公司	余姚市舜财投资控股有限公司 90.75%	余姚市重要的交通运输产业及交通基础设施建设经营管理主体	318.56	125.45	60.62	23.26	1.54	84.72
宁波舜农集团有限公司	宁波舜瑞产业控股集团有限公司 100%	余姚市海塘围涂工程以及相关水利基础设施建设的唯一主体	277.17	112.76	59.32	7.95	0.39	20.00
宁波舜建集团有限公司	余姚市舜财投资控股有限公司 100%	余姚市重要的政府建设项目投资、市政公用事业运营管理	401.01	155.23	61.29	26.34	1.91	0.00

注：1、除宁波舜建集团有限公司使用 2021 年末财务数据外，其余公司均使用 2022 年末数据；2、债券余额为截至 2023 年 5 月 29 日情况。

资料来源：公司提供及公开资料，中诚信国际整理

综上，中诚信国际认为，余姚市政府强的支持能力和对公司强的支持意愿可为公司带来很强的外部支持。

## 同行业比较

中诚信国际认为，余姚城投与晋江城投、福清国资、海宁城投等可比公司的外部经营环境风险、业务风险和财务风险并无显著差异，当地政府的支持能力均强，并对上述公司均具有强的支持意愿，最终主体信用等级处于同一档次。

首先，余姚市与福清市、海宁市等行政地位、经济财政实力相当，区域债务压力和市场融资环境接近，对当地平台企业的支持能力处于同一档次。余姚城投与上述平台均为所属区域内重要的城市基础设施及投融资主体，当地政府对其支持意愿均强。

其次，余姚城投的外部经营环境风险和业务风险与可比对象相比并没有显著差异。基于当地政府对其的主要定位，公司与可比对象均具有业务竞争优势。。

然后，余姚城投的财务风险在同业中处于适中水平。总资产和权益规模低于比较组水平，但债务规模高于福清国资；EBITDA 对利息支出的覆盖能力较低；可用银行授信额度高于同组平均水平，债券市场认可度高，再融资能力较强。

表 18: 2022 年同行业对比表

表 103 2021 年内行业对比表			
	余姚城投	福清国资	海宁城投
最新主体信用等级	AA+	AA <sup>+</sup>	AA <sup>+</sup>
地区	宁波市-余姚市	福州市-福清市	嘉兴市-海宁市
GDP（亿元）	1,513.59	1,604.42	1,247.00
GDP 增速（%）	1.90	5.70	0.70
人均 GDP（万元）	11.99	11.38	11.33
一般公共预算收入（亿元）	120.74	117.21	95.08
公共财政平衡率（%）	81.06	82.85	77.74
政府债务余额（亿元）	194.85	177.99	230.21
控股股东及持股比例	宁波舜建集团有限公司 100%	福清市财政局 100%	海宁市资产经营公司 100%
职能及地位	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，承担余姚市核心区域的土地整理和基	福清市最重要的城市基础设施建设投融资主体，承担全市范围内大量城市基础设施建设任务，项目类型包括基础	海宁市城市规划控制区唯一的土地整理及基础设施建设企业，承担城市规划控制区内大部分旧城改造及

核心业务及收入占比（2021）	基础设施建设，公司燃气、供水业务具有区域垄断地位	设施、安置房和园区开发等	安置房建设业务，商品销售 41.03%；燃气销售 18.94%；商品房销售 11.05%；安置房销售 10.60%
	安置房销售 20.40%、天然气供应 32.19%、土地整理 13.85%、供水业务 13.91%	贸易业务 62.30%、安置房业务 22.55%、工程建设 6.76%	
总资产（亿元）	389.06	525.63	517.20
所有者权益合计（亿元）	154.05	209.8	190.30
总债务（亿元）	194.91	105.85	249.76
总资本化比率（%）	59.22	33.53	56.76
营业总收入（亿元）	23.07	56.08	71.29
净利润（亿元）	2.20	2.85	2.14
EBITDA（亿元）	2.77	4.65	3.63
EBITDA 利息覆盖倍数（X）	0.33	2.20	0.46
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-16.48	-13.83	-39.02
可用授信余额（亿元）	135.96	30.67	68.02
债券融资余额（亿元）	112.00	24.25	146.52

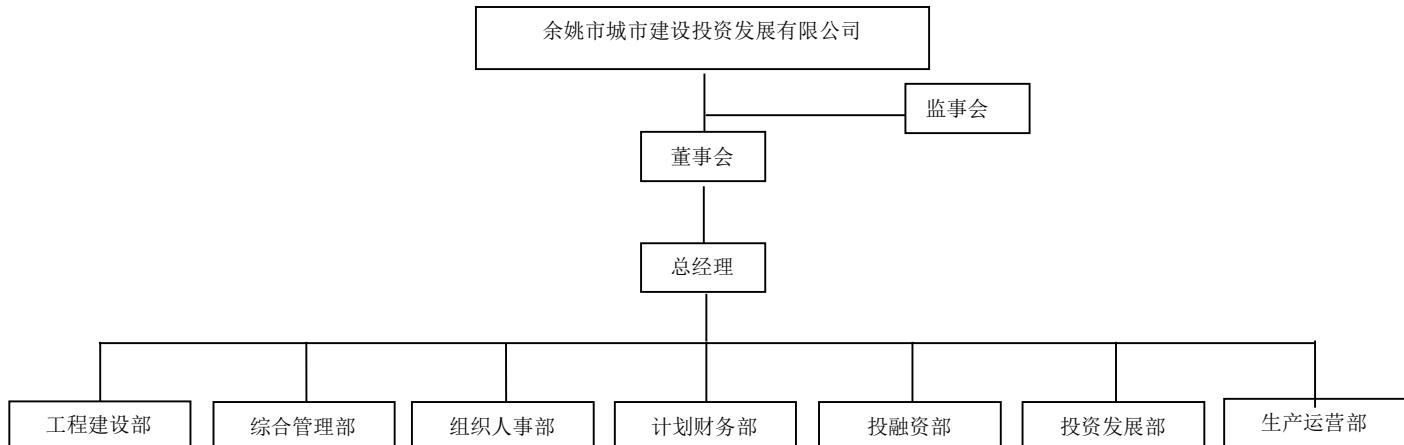
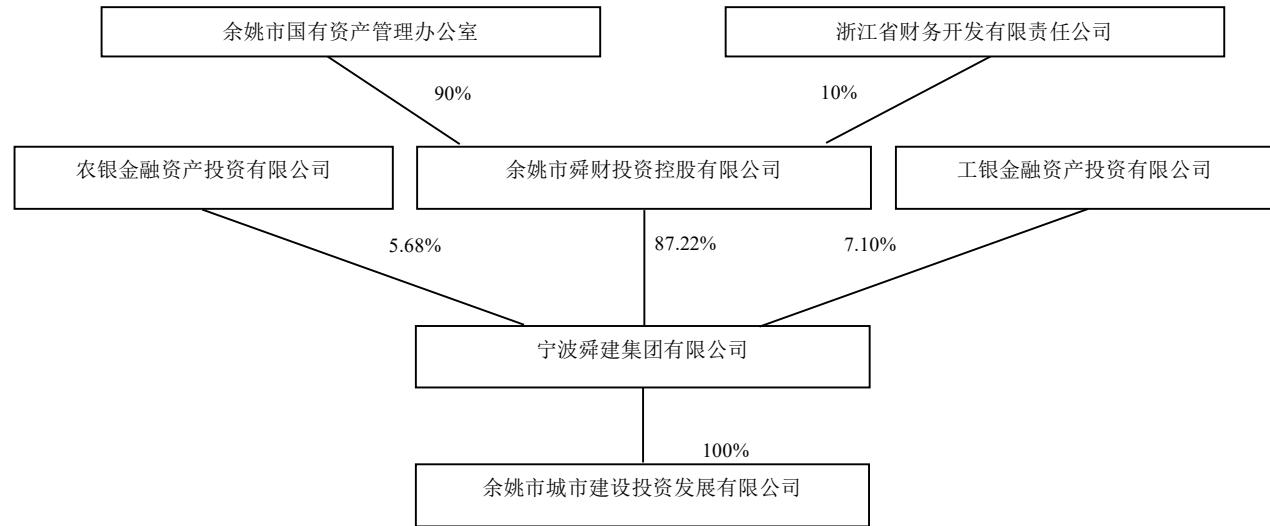
注：1、除余姚城投的可用授信余额为截至 2023 年 3 月末数据外，福清国资和海宁城投可用授信余额均为截至 2022 年末数据；2、余姚城投债券余额为截至 2023 年 5 月 29 日数据，福清国资、海宁城投债券融资余额均为截至 2023 年 6 月 12 日数据。

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

## 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<sup>+</sup>**，评级展望为稳定；维持“19 余姚城投 MTN001”、“21 余姚 01”、“20 余投 01”、“19 余姚城投 MTN002”、“21 余姚城投 MTN001”、“21 余姚城投 MTN002”、“22 余姚城投 MTN001”、“22 余姚城投 MTN002”、“23 余姚城投 MTN001”的债项信用等级为 **AA<sup>+</sup>**。

## 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 2023 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)	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	347,002.78	267,753.52	167,850.37	289,123.50
非受限货币资金	308,002.78	258,153.52	167,850.37	289,123.50
应收账款	10,584.90	9,274.03	8,664.18	9,060.79
其他应收款	24,330.02	16,803.55	13,463.09	17,885.10
存货	1,655,205.46	1,804,876.23	2,262,584.08	2,342,365.01
长期投资	71,682.76	68,381.82	68,389.37	68,091.42
在建工程	125,615.20	164,107.69	229,368.89	251,255.13
无形资产	154,479.43	157,749.77	157,681.92	157,630.55
资产总计	3,387,595.92	3,542,737.35	3,890,597.72	4,117,644.82
其他应付款	332,666.25	284,718.31	353,268.85	392,771.12
短期债务	579,875.70	428,175.29	168,083.73	268,769.51
长期债务	1,081,003.98	1,362,712.44	1,781,033.44	1,871,756.55
总债务	1,660,879.68	1,790,887.73	1,949,117.17	2,140,526.06
负债合计	2,038,626.57	2,093,040.25	2,350,065.07	2,577,138.99
利息支出	76,277.77	77,438.02	84,651.06	22,683.47
经调整的所有者权益合计	1,150,569.36	1,251,297.11	1,341,932.64	1,341,905.83
营业总收入	186,082.16	222,731.95	230,719.76	43,306.69
经营性业务利润	5,617.43	7,219.42	8,295.64	-5,221.44
其他收益	7,433.81	3,705.67	6,089.48	1,105.77
投资收益	478.41	1,088.92	547.12	70.53
营业外收入	18,957.02	19,691.79	21,139.04	6,158.03
净利润	20,159.48	20,867.17	22,029.78	164.24
EBIT	15,646.97	21,333.08	16,086.67	--
EBITDA	27,745.11	33,220.77	27,682.10	--
销售商品、提供劳务收到的现金	263,846.19	228,186.09	233,741.80	45,620.21
收到其他与经营活动有关的现金	676,915.90	650,855.95	1,036,856.36	190,324.28
购买商品、接受劳务支付的现金	180,967.29	219,666.68	583,377.29	100,464.40
支付其他与经营活动有关的现金	588,343.12	690,191.79	827,112.62	162,325.59
吸收投资收到的现金	50,250.00	496,879.00	140,600.00	0.00
资本支出	45,363.41	51,729.99	67,567.07	12,989.77
经营活动产生的现金流量净额	156,609.45	-51,605.75	-164,822.05	-33,265.60
投资活动产生的现金流量净额	-26,033.75	-62,512.56	-66,339.52	-12,620.48
筹资活动产生的现金流量净额	-78,612.47	64,269.05	140,858.42	167,159.21
现金及现金等价物净增加额	51,963.23	-49,849.26	-90,303.15	121,273.13
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业毛利率(%)	10.82	13.99	10.66	-3.44
期间费用率(%)	10.36	10.74	7.96	10.38
应收类款项/总资产(%)	1.03	0.74	0.57	0.65
收现比(X)	1.42	1.02	1.01	1.05
资产负债率(%)	60.18	59.08	60.40	62.59
总资本化比率 (%)	59.08	58.87	59.22	61.47
短期债务/总债务(%)	34.91	23.91	8.62	12.56
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	2.05	-0.67	-1.95	-1.47
总债务/EBITDA(X)	59.86	53.91	70.41	--
EBITDA/短期债务(X)	0.05	0.08	0.16	--
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.36	0.43	0.33	--

注：中诚信国际根据 2020 年、2021 年、2022 年审计报告及 2023 年一季度未经审计的财务报表整理；中诚信国际将长期应付款中的有息债务计入长期债务。

## 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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整-公益性资产调整
	资产负债率	负债总额/总资产
	总资本化比率	总债务/(总债务+经调整的所有者权益)
盈利能力	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
	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
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
现金流	期间费用率	期间费用合计/营业总收入
	经营性业务利润	营业收入-营业成本-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-税金及附加-期间费用+其他收益-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益
	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
	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/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

## 附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 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	在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下, 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。

主体等级符号	含义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。
<b>C</b>	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。

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

短期债项等级符号	含义
<b>A-1</b>	为最高级短期债券, 还本付息风险很小, 安全性很高。
<b>A-2</b>	还本付息能力较强, 安全性较高。
<b>A-3</b>	还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。
<b>B</b>	还本付息能力较低, 有很高的违约风险。
<b>C</b>	还本付息能力极低, 违约风险极高。
<b>D</b>	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



## 独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86 (10) 6642 8877

传真：+86 (10) 6642 6100

网址：[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86 (10) 6642 8877

Fax: +86 (10) 6642 6100

Web: [www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)