

信用评级公告

联合〔2021〕4059号

联合资信评估股份有限公司通过对无锡安阳山产业发展有限公司及其拟发行的 2021 年江苏省无锡安阳山产业发展有限公司农村产业融合发展专项债券的信用状况进行综合分析和评估，确定无锡安阳山产业发展有限公司主体长期信用等级为 AA，2021 年江苏省无锡安阳山产业发展有限公司农村产业融合发展专项债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月九日

2021 年江苏省无锡安阳山产业发展有限公司 农村产业融合发展专项债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

担保方信用等级：AAA

本期债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期债券发行规模：6.00 亿元

本期债券期限：7 年，在第 5 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

偿还方式：按年付息，分期还本

募集资金用途：项目建设和补充营运资金

评级时间：2021 年 6 月 9 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	3
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	4
财务风险	F2	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
			偿债能力	2
调整因素和理由				调整子级
外部支持				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

无锡安阳山产业发展有限公司（以下简称“公司”）是江苏省无锡市惠山区阳山镇重要的基础设施建设和水蜜桃产业经营主体。联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了公司外部发展环境良好，并持续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到，公司资产流动性较弱、短期偿债压力较大、对外担保规模较大、募投项目预期收益存在一定不确定性等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

公司拟发行的 2021 年江苏省无锡安阳山产业发展有限公司农村产业融合发展专项债券（以下简称“本期债券”）由中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。经联合资信评定，中证担保主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定。其担保显著提升了本期债券如期偿付的安全性。本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响较大；公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力尚可；分期偿还条款一定程度上可降低公司的集中偿付压力。

未来，随着区域经济的持续发展，公司募投项目建成并投入运营，公司的营业收入有望持续增长。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

优势

1. 外部发展环境良好。近年来，无锡市惠山区经济稳步发展，财政实力持续增强，公司发展的外部发展环境良好。
2. 持续有力的外部支持。公司是无锡市惠山区阳山镇重要的基础设施建设和水蜜桃产业经营主体，持续得到惠山区阳山镇人民政府在资本金及资产注入、财政补贴等方面的有力支持。
3. 外部增信显著提升了债券的偿付安全性。本期债券由中证担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保实力极强，显著提升了本期债券偿付的安全性。

分析师：郝 帅 (R0150220120057)

高志杰 (R0150220120076)

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层(100022)

网址：www.lhratings.com

关注

1. **资产流动性较弱。**公司资产中存货和其他应收款占比高，且部分土地资产用于贷款抵押受限，公司资产的流动性较弱，资产质量一般。
2. **存在一定或有债务风险。**截至2020年底，公司对外担保余额为16.70亿元，担保比率为32.10%，担保规模较大，存在一定的或有负债风险。
3. **短期偿债压力较大。**近年来，公司债券规模持续增长，短期债务快速增长，公司面临的短期偿债压力较大。
4. **募投项目预期收益存在一定不确定性。**募投项目实际收益实现受经济形势、行业市场行情和气候条件等因素影响较大，收益规模具有一定不确定性。

主要财务数据：

合并口径			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	0.33	4.13	3.71
资产总额（亿元）	71.30	72.53	82.61
所有者权益（亿元）	48.34	50.20	52.03
短期债务（亿元）	7.69	8.80	6.97
长期债务（亿元）	9.59	10.64	20.46
全部债务（亿元）	17.28	19.44	27.43
营业收入（亿元）	5.60	5.80	5.94
利润总额（亿元）	2.13	2.14	2.12
EBITDA（亿元）	2.43	2.54	2.44
经营性净现金流（亿元）	4.98	0.91	-7.26
营业利润率（%）	18.44	21.54	19.74
净资产收益率（%）	3.91	3.69	3.52
资产负债率（%）	32.20	30.79	37.01
全部债务资本化比率（%）	26.33	27.91	34.52
流动比率（%）	412.53	479.55	647.15
经营现金流动负债比（%）	37.26	7.80	-71.71
现金短期债务比（倍）	0.04	0.47	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	2.10	2.76	11.02
全部债务/EBITDA（倍）	7.11	7.66	11.24
公司本部			
项目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额(亿元)	70.60	70.04	80.46
所有者权益(亿元)	48.23	50.22	52.18
全部债务(亿元)	16.88	16.97	24.71
营业收入(亿元)	5.46	5.62	5.74
利润总额(亿元)	2.18	2.26	2.25
资产负债率(%)	31.69	28.30	35.14
全部债务资本化比率(%)	25.92	25.26	32.13
流动比率(%)	429.17	475.87	632.63
经营现金流动负债比(%)	40.27	-4.45	-68.70

资料来源：公司审计报告

评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由无锡安阳山产业发展有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

2021 年江苏省无锡安阳山产业发展有限公司 农村产业融合发展专项债券信用评级报告

一、主体概况

无锡安阳山产业发展有限公司（以下简称“公司”）原名“无锡安阳山投资管理有限公司”，由无锡阳山城市建设投资有限公司和无锡市惠山区阳山镇经济贸易服务站分别出资 400.00 万元和 100.00 万元于 2010 年 4 月成立，后经多次增资，公司注册资本增至 32000.00 万元。2014 年 12 月 30 日，无锡阳山城市建设投资有限公司将其持有的公司 80% 股权转让给无锡大美阳山建设发展有限公司。2015 年 12 月 22 日，无锡惠源投资发展有限公司（以下简称“惠源投资”）与无锡大美阳山建设发展有限公司、无锡市惠山区阳山镇经济贸易服务站签订股权转让协议，受让公司全部股份。2015 年 12 月 28 日，惠源投资以货币向公司注资，公司注册资本增至 80000.00 万元。截至 2020 年底，公司注册资本及实收资本均为 80000.00 万元，惠源投资为公司唯一股东，无锡市惠山区国有资产管理办公室（以下简称“惠山区国资办”）持有惠源投资 100% 股权，为公司实际控制人。

公司经营范围包括：自有资金对外投资，房屋拆迁服务，土地整理，环境治理工程和绿化工程设计、施工，市镇公共设施工程项目管理，物业管理，农业水利基础设施建设，水果、蔬菜、花卉的种植、销售。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2020 年底，公司本部内设 5 个职能部门，分别为财务部、融资部、开发部、施工部和综合部；截至 2020 年底，公司纳入合并范围的子公司共 3 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 82.61 亿元，所有者权益 52.03 亿元（其中少数股东权益 0.16 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 5.94 亿元，利润总额 2.12 亿元。

公司注册地址：无锡市惠山区阳山镇胜利路；法定代表人：俞志贤。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

公司计划发行 2021 年江苏省无锡安阳山产业发展有限公司农村产业融合发展专项债券（以下简称“本期债券”），发行规模为 6.00 亿元，期限为 7 年，在第 5 年末附发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券按年付息，分期还本，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末，每年按照债券发行总额 20% 的比例偿还本金，当期利息随本金一起支付。本期债券拟募集资金总额为 6.00 亿元，其中 3.00 亿元拟用于项目建设，3.00 亿元拟用于补充公司营运资金。

本期债券由中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证担保”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 本期债券募投项目概况

本期债券募集资金中 3.00 亿元拟用于无锡阳山水蜜桃生态园建设工程项目（以下简称“募投项目”）建设。

表 1 募投项目概况（单位：亿元、%）

资金用途	项目总 投资	拟使用 本期债 券资金	占项目总 投资比例
无锡阳山水蜜桃生态园建设工程项目	4.45	3.00	67.42

资料来源：公司提供

（1）募投项目建设内容

募投项目位于无锡市惠山区阳山镇，由公司负责承建，建设内容为水蜜桃种植科技示范园建设、桃衍生品加工区建设、水蜜桃采摘园建设及配套服务设施建设。该募投项目总占地

面积约为 4000 亩，所涉及用地为公司以租赁方式取得的农用地，其中水蜜桃种植示范园 3950 亩（3865 亩为种植区，剩余 85 亩为桥梁、泵站、道路、蓄水池等用地面积），采摘园 30 亩，服务配套 20 亩。

（2）募投项目投资计划及资金来源

募投项目计划总投资 4.45 亿元，资金来源

为企业自筹及债务融资，其中：公司自筹 1.45 亿元，占比 32.58%；债务融资 3.00 亿元，占比 67.42%。

（3）募投项目审批情况

本期债券募投项目符合国家产业政策方向，并通过了相关主管部门的审批；具体批复文件如下表所示：

表2 募投项目工程审批情况

项目审批、核准或备案情况	批复部门	批准文号或证号	印发时间
江苏省投资项目备案证	无锡市惠山区阳山镇行政审批局	阳行审备〔2020〕50 号	2020 年 7 月 21 日
关于无锡阳山水蜜桃生态园建设工程的用地审核意见	无锡市自然资源和规划局惠山分局	--	2020 年 7 月 28 日
关于无锡阳山水蜜桃生态园建设工程的情况说明	无锡市自然资源和规划局惠山分局	--	2020 年 7 月 29 日
项目环境影响登记表备案	--	202032020600001313	2020 年 10 月 10 日
无锡市社会稳定风险评估审批表	无锡市惠山区阳山镇社会治安综合治理委员会	--	2020 年 10 月 26 日
固定资产投资节能承诺表	--	--	2020 年 11 月 27 日

资料来源：公司提供

（4）募投项目进度情况

募投项目拟定建设期 2 年，计划自 2021 年 1 月起，至 2022 年 12 月止，截至本报告出具日，募投项目已完成前期报批手续，正在进行土地整理工作。

（5）募投项目社会及经济效益

公司拟进行的无锡阳山水蜜桃生态园建设工程，系为了打造生态有机水蜜桃良种繁育推广一体化而实施的建设项目，其建设对于惠山区阳山镇经济社会转型提升的实施具有重要意义。

募投项目建设符合所在区域整体发展规划，实施后有利于阳山镇形象提升，扩大知名度和影响力；募投项目着力打造农业生态园，融合农业、农产品与体验式旅游，项目建成后可直接创造就业岗位，间接带动配套农业生产、旅游服务就业岗位。

募投项目针对惠山区丰富的、具有开发价值的水蜜桃资源，面向国际国内市场，使无锡水蜜桃产业进一步向现代化、科技化、规模化的方向发展。同时，也会带动和促进食品、运输、包装、果木业等相关产业的发展，有助于当地农业产业结构调整，促进农村经济的发

展。

根据《无锡阳山水蜜桃生态园建设工程项目可行性研究报告》（以下简称“《募投项目可行性研究报告》”），募投项目将取得水蜜桃销售收入、蜜桃汁和桃木工艺品等衍生品销售收入以及采摘园体验收入。根据项目运营计划以及相关产品收入情况预测，在运营第四年达到盛产期后，公司水蜜桃销售收入每年可达 15862.00 万元，桃衍生品销售收入每年可达 1834.40 万元，采摘园收入每年可达 94.40 万元，募投项目合计每年可实现收入 17790.80 万元（本期债券存续期内收入测算明细详见“本期债券偿还能力分析”）。

三、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增

长 2.30%（文中 GDP 增长均为实际增速，下同），成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。

2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%（为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行

比较计算的几何平均增长率，下同），低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 3 2017 - 2020 年及 2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。

从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫

情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季

度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。

2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。

截至 2021 年 3 月底，社融存量同比增速为 12.30%，较上年底下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年 3 月底，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年底增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年底增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。

2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税

恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。

2021 年 1—3 月，全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

四、行业及区域经济

1. 城市基础设施建设行业

(1) 行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央

和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台应运而生。2008年后，在宽松的平台融资环境及“4万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规约束地方政府及其融资平台债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

(2) 行业监管与政策

2020年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

根据2014年《43号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》

（财预〔2014〕351号），对2014年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，建立了地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融

资职能。2018 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的同时，政府持续加大基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括 2020 年新开工改造城镇老旧小区 3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专

项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20% 的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为 2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 4 月，国务院发布《关于进一步深化预算管理制度改革的意见》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 4 2020 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件/会议名称	核心内容及主旨
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇

		通知	化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8 月	国务院	中华人民共和国预算法实施条例	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业剥离地方政府融资职能，城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济及政府财力

公司主要在无锡市惠山区阳山镇范围内开展业务，惠山区及阳山镇的经济、财政状况和

发展规划对公司经营发展影响较大。

（1）区域经济

近年来，惠山区经济稳步发展、固定资产投资规模持续增长，对阳山镇起到了较好的带动作用，公司外部发展环境良好。

惠山区概况

惠山区位于无锡市西北部，是无锡市下辖区。惠山区地处长江三角洲的中心，距上海仅 128 公里，京杭运河、312 国道、沪宁高速公路、京沪铁路、锡澄高速公路贯穿全境，区内道路交通便利。截至 2020 年底，惠山区下辖一个省级经济开发区（无锡惠山经济开发区）、五个街道（堰桥、长安、钱桥、前洲及玉祁）和两个建制镇（洛社镇、阳山镇）。

根据惠山区人民政府网站公布的数据，2018—2020 年，惠山区地区生产总值分别为 907.38 亿元、937.00 亿元和 985.00 亿元，其中 2020 年同比增长 5.12%。2020 年，惠山区人均可支配收入 5.48 亿元，同比增长 5.2%。同期，惠山区完成固定资产投资 470.28 亿元，同比增长 10.0%；完成工业投入 220.27 亿元，同比增长 25.5%。

阳山镇概况

“中国水蜜桃之乡”阳山镇南临太湖，北靠京杭大运河，历史悠久，环境优美，水陆交通便捷，旅游资源丰富。全镇总面积 44 平方公里，下辖 3 个社区、11 个行政村，总人口 6 万人。

根据阳山镇 2021 年 1 月 20 日的《阳山镇政府工作报告》，2020 年，阳山镇规模以上工业总产值 70.10 亿元，同比增长 6.8%；预计工业纳税营业收入 113 亿元，同比增长 9.8%；全社会固定资产投资 25.10 亿元，同比增长 33.2%；预计服务业纳税营业收入 31.50 亿元，同比增长 23.0%，预计限额以上社会消费品零售总额 3.23 亿元，同比增长 21.0%。

（2）政府财力

近年来，惠山区一般公共预算收入持续增长，财政自给率较高；阳山镇经济体量较小，财政实力较弱。一般公共预算收入波动增长。

2018—2020 年，惠山区一般公共预算收入持续增长，分别为 92.35 亿元、95.57 亿元和 98.40 亿元，其中，2020 年实现税收收入 84.10 亿元，占一般公共预算收入比重为 85.47%；同期，一般公共预算支出分别为 83.67 亿元、84.57 亿元和 95.60 亿元，财政自给率分别为 110.37%、113.01%和 97.15%，财政自给率较高。

2018—2020 年，惠山区政府性基金收入分别为 64.70 亿元、64.90 亿元和 64.80 亿元。

截至 2020 年底，惠山区政府债务限额 168.44 亿元，政府债务余额 166.58 亿元，其中政府一般债务余额为 32.86 亿元，专项债务余额为 133.72 亿元，惠山区政府债务余额控制在限额范围内，债务风险总体可控。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年底，公司注册资本及实收资本均为 8.00 亿元，惠源投资持有公司 100%股权，公司实际控制人为惠山区国资办。

2. 企业规模与竞争力

公司作为阳山镇重要的基础设施建设主体，承担了阳山镇的基础设施建设及水蜜桃产业经营任务，业务专营性及重要性突出。

公司作为无锡市惠山区阳山镇范围内从事基础设施建设及水蜜桃产业经营的重要主体，

经过近年来快速发展，已初步形成基础设施建设、无锡阳山水蜜桃文化、旅游及生态资源运营几大业务板块，是无锡桃文化走向品牌化、国际化的主要依托。

3. 人员素质

公司高层领导具备一定的政府从业经历及专业水平，熟悉公司的业务及发展方向；公司员工素质尚可，年龄结构合理，可以满足目前的经营发展要求。

截至报告出具日，公司高层管理人员包括执行董事兼经理 1 人，财务总监 1 人。

俞志贤先生，1970 年 2 月出生；历任无锡陆区针织厂机修工，陆区建筑机械厂组长，陆区联防队队长、交管所协管，花园村治安保障主任，花园村村主任，光明村党总支副书记；现任公司法人代表，执行董事兼经理。

沈艳女士，1975 年 9 月出生；历任无锡陆区经营管理办公室科员，无锡阳山镇统计办公室科员，无锡阳山配套区管委会财务部负责人；现任公司财务总监。

截至 2020 年底，公司本部共有员工 53 人，其中具有本科及以上学历的占 64.15%，大专学历的占 32.08%，中专及以下的占 3.77%；从年龄构成上看，30 岁以下员工占 58.49%；30~50 岁员工占 37.74%；50 岁以上员工占 3.77%。公司员工整体文化素质尚可，年龄结构合理。

4. 外部支持

近年来，公司持续获得阳山镇政府在资产和资本金注入以及财政补贴等方面的有力支持，较大程度提升了公司的整体实力及可持续发展能力。

资产注入

2013—2015 年，为增强公司的整体实力，阳山镇人民政府向公司注入合计 31.74 万平方米土地使用权。上述土地使用权注入分别通过阳山镇人民政府文件“阳政发〔2013〕47 号”“阳政发〔2014〕51 号”及“阳政发〔2015〕29 号文件”批复，计入“资本公积”。其中 2013

年注入土地3.33万平方米，评估价值0.70亿元，系前期开发用地；2014年注入土地17.72万平方米，评估价值3.72亿元，均系城镇住宅用地；2015年注入土地10.69万平方米，评估价值2.27亿元，均系城镇住宅用地。

根据阳山镇政府于2014年6月10日出具的政府文件“阳政发〔2014〕39号”，阳山镇政府同意将其拥有的评估价值6.32亿元的房屋及建筑物等资产作为资本公积无偿注入公司。

经阳山镇政府文件“阳政发〔2015〕35号”文件批复，2015年，阳山镇政府将位于惠山区阳山镇安阳山村、鸿桥村等22宗农村土地经营权¹共544.444万平方米无偿注入公司，评估价值6.64亿元，增加公司资本公积。

资本金注入

鉴于公司担负阳山镇区域内拆迁安置及基础设施建设和维护管理工作，需要投入大量资金，根据阳山镇人民政府文件“阳政发〔2014〕71号”及“阳政发〔2015〕45号”，阳山镇政府决定于2014—2015年分别代公司支付阳山镇区域内冬青、桃源、普照等村的拆迁款6.43亿元及4.11亿元，作为资本金投入公司，公司从应付政府类款项转作资本公积处理。

根据无锡市惠山区阳山镇人民政府（2017）37号文件，阳山镇人民政府拨款6.40亿元，用于置换阳山镇人民政府根据原无锡市惠山区阳山镇人民政府（2014）39号文件无偿划入公司的评估价值6.32亿元的房屋及建筑物等资产，2017年公司资本公积增加差额0.08亿元。

2017年，公司收到阳山镇政府财政所对古村落工程补贴0.02亿元，增加公司资本公积。

财政补贴

为确保公司对拆迁安置及基础设施建设和维护工作的顺利进行，根据阳山镇人民政府出具的阳政发〔2017〕38号、阳政发〔2018〕40号以及〔2019〕33号文件，2018—2020年，公司分别获得1.20亿元、1.10亿元和1.10亿元，计入“其他收益”科目。

¹农村土地经营权系2012年阳山镇通过双置换（农户的宅基地换安置房、承包地换社保）的形式产生

5. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司有其他不良信用记录。

根据企业提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码:91320206554616122D），截至2021年5月21日，公司本部无已结清和未结清不良信贷信息记录，公司信用记录良好。

截至2021年6月9日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

公司根据法律相关规定和实际需要建立法人治理结构和内部管理体系，能够满足公司日常经营管理需要。

1. 法人治理结构

公司为经工商行政管理局核准登记注册的企业法人，根据《中华人民共和国公司法》《中华人民共和国公司登记管理条例》等法律法规及《无锡安阳山产业发展有限公司章程》规定，公司不设股东会，由股东依法行使职权。

公司不设董事会，设执行董事1人，由股东委派产生，对股东负责，每届任期三年，任期届满后经决定可连任。执行董事负责决定公司经营计划、投资方案、制订公司年度财务预算方案及决算方案、制定利润分配及亏损弥补方案等事务。

公司设经理1人，由执行董事兼任。经理主持公司的生产经营管理工作，同时负责组织实施公司年度经营计划和投资方案、提请聘任或解聘公司其他高级管理人员等职责。

公司不设监事会，设监事1人，由股东委派产生，每届任期三年，任期届满后经决定可连任。监事保护公司股东及职工利益，行使检查公司财务、对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等职责。

2. 管理水平

公司本部内设财务部、融资部、开发部、施工部和综合部，并针对财务管理、成本控制、

投融资等方面制定了相应的管理制度。

在会计核算和财务管理方面，公司参照企业会计准则的要求，制定了较完整的内部控制制度，包括《财务管理制度》《审计工作管理制度》《投资管理办法》《融资管理办法》《关联交易管理制度》和《货币资金管理办法》等。近年来，公司会计核算和财务管理严格按照相关制度执行。

在风险控制方面，公司建立健全法人治理结构及内部控制的相关制度。为提高风险管理水平，确保公司内部控制制度有效执行，公司制定了《内部控制检查监督管理办法》和《安全生产工作规定》，对内部控制制度的落实进行定期和不定期检查，如发现公司存在重大异常情况，应立即报告公司执行董事及监事，公司执行董事应立即提出切实可行的解决措施。

在重大事项决策方面，公司建立健全法人治理结构，制定《执行董事决定办法》《对外担保管理办法》等制度，规范各部门工作内容、职责和权限，公司发生日常经营及财务预算外的重大事项，需要向执行董事报告，经执行董事批准后，再提交股东审批。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是无锡市惠山区阳山镇的基础设施建设及水蜜桃产业经营主体。近年来，公司营业

收入保持相对稳定，毛利率水平波动增长。

公司营业收入主要来源于工程代建业务收入、水蜜桃销售业务收入以及水蜜桃园租赁业务收入。收入规模方面，2018—2020年，公司营业收入保持稳定。其中工程项目代建系公司收入的主要来源，2018—2020年，公司分别实现代建收入4.84亿元、5.00亿元和5.11亿元，占当年营业收入比重分别为86.35%、86.20%和86.02%。公司水蜜桃销售业务情况取决于水蜜桃市场行情，2018—2020年，公司水蜜桃销售收入有所波动。2018—2020年，公司水蜜桃园租赁业务收入保持稳定。

从毛利率看，2018—2020年，公司综合毛利率波动增长，2020年为21.24%。其中，工程项目代建收入主要根据合同约定的加成率予以确认（其中2018年执行合同加成比例为15%，2020年以后执行合同加成比例为20%），2018—2020年，工程项目代建业务毛利率持续增长。2018—2020年，公司水蜜桃销售业务毛利率持续增长，2018年和2019年毛利率较低，系受公司水蜜桃产量限制，难以形成规模效应，公司水蜜桃销售业务毛利率普遍较低，且受市场行情影响较大；2020年水蜜桃销售收入有所提高，摊薄了人力成本。水蜜桃园租赁业务成本主要为桃林租金的摊销，毛利取决于桃林转租价格，2018—2020年，公司水蜜桃园租赁业务毛利率保持在65.00%左右。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

业务	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程代建业务	48368.61	86.35	12.71	49964.04	86.20	15.60	51122.92	86.02	15.62
水蜜桃销售业务	930.34	1.66	-0.33	821.26	1.42	1.87	1144.00	1.92	17.86
水蜜桃园租赁业务	6716.38	11.99	65.45	6934.05	11.96	66.54	6917.35	11.64	62.68
其他业务	--	--	--	245.87	0.42	41.18	247.40	0.42	38.54
合计	56015.33	100.00	18.82	57965.22	100.00	21.61	59431.67	100.00	21.24

资料来源：公司提供

2. 业务经营分析

(1) 工程代建

公司受阳山镇政府及其下属企业委托开展

阳山镇基础设施建设业务，近年来收入规模基本稳定，整体回款情况尚可；在建代建项目投资已接近尾声；公司暂无拟建委托代建项目。

总体来看，公司代建项目可持续性较弱。

公司作为无锡市惠山区阳山镇基础设施建设的主体，分别与阳山镇政府和无锡阳山新农村建设发展有限公司（以下简称“新农村建设”，阳山镇政府下属事业单位无锡市惠山区阳山镇经济贸易服务中心间接控股 80.00%）签订了《委托建设和结算协议》，协议中约定公司负责阳山镇范围内的基础设施及保障性住房等民生工程建设项目，阳山镇政府及新农村建设按照公司工程进度情况分期向公司支付工程回购款。

公司工程代建业务的主要模式为：公司受阳山镇政府及新农村建设委托，组织资金实施相关的市政工程、安置房等基础设施项目的建设，并于规定时限内将竣工后的项目交付镇政府及新农村建设。镇政府及新农村建设对项目建设过程中的工程质量及进度进行监控和管理，同时在工程竣工且验收无误后按照协议约定支付工程款。对于投资额较小的项目，阳山镇政府采取一次性回购方式支付工程款；对于投资额较大的项目，采取分期分标段回购的方式支付。

式支付。

账务处理方面，公司工程代建业务投入计入“存货”。收入确认方面，公司根据签订的项目回购协议，按每年实际完成的投资额加成一定比例（15%~20%）确认工程代建收入；未收到的款项计入“应收账款”。

2018—2020 年，公司确认工程代建收入主要来自于尹城苑安置房、拆迁工程和陆振路（陆北路—胜利路）大修工程项目。项目支出方面，近三年，公司安置房完成投资额分别为 4.22 亿元、4.22 亿元和 4.31 亿元。回购款拨付方面，根据公司签订的委托代建合同，回购款应于收入结算后的 14 日内支付当期结算金额的 90%，工程完工验收后，根据实际结果，据实调整实际结算金额；工程竣工审计后支付至结算金额的 95%，余款 5%作为质检费一年后支付。2018—2020 年，公司累计确认收入 14.95 亿元，累计收到项目回购款 11.62 亿元，整体回款情况尚可。截至 2020 年底，公司应收回购款 3.33 亿元，计入“应收账款”科目，主要为应收拆迁工程和尹城苑安置房项目回购款。

表 6 2018—2020 年公司项目建设成本、收入及回款情况（单位：万元）

项目名称	成本			收入			累计收到回购款
	2018 年	2019 年	2020 年	2018 年	2019 年	2020 年	
尹城苑安置房	36789.69	8089.69	8069.59	42147.41	9267.80	9244.77	42429.42
陆振路（陆北路—胜利路）大修工程	5430.36		--	6221.19	--	--	6221.19
拆迁工程	--	34078.97	35068.69	--	40696.24	41878.14	67499.81
合计	42220.05	42168.66	43138.28	48368.61	49964.04	51122.92	116150.42

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建项目主要为尹城苑安置房、桃花岛温泉度假酒店、陆区苑三期 C 块一标段及拆迁支出等，具体情况如下表所示。

表 7 截至 2020 年底公司代建业务主要在建项目情况（单位：万元）

在建项目	总投资	累计已投资金额
尹城苑安置房	180000.00	179852.01
桃花岛温泉度假酒店	24968.66	23146.88
陆区苑三期 C 块一标段	5000.00	3449.58

拆迁支出	190000.00	188559.84
合计	399968.66	395008.31

注：累计已投资金额含已结转成本部分

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司主要在建项目总投资 40.00 亿元，累计已投资 39.50 亿元，投资已接近尾声；公司暂无拟建委托代建项目。总体来看，公司代建项目可持续性较弱。

（2）水蜜桃产业运营

公司水蜜桃产业运营包括水蜜桃园租赁和

水蜜桃销售。目前水蜜桃板块整体收入规模较小，对公司收入及利润规模影响有限；公司拟建募投项目总投资规模较大，面临一定的资本支出压力，募投项目建成投入运营后，预计将对公司的水蜜桃板块营收形成补充。

公司受政府委托对阳山镇水蜜桃园进行经营管理。阳山镇政府先后于 2010 年、2012 年及 2014 年，将位于阳山镇的 2509.90 亩、1383.75 亩及 2594.67 亩桃林租予公司进行经营管理，租赁期分别为 18 年、16 年及 15 年。

公司将承租的水蜜桃林地转租予农村合作社或农户，受租赁合同签订时间及桃园区域位置、桃树品质不同的影响，桃园租金为每年 4000 元/亩~5500 元/亩不等，部分长期合作老客户可享受 25%租金优惠。2018—2020 年，公司水蜜桃林地的出租率均为 100.00%。此外，公司也自营一部分水蜜桃林，收获的水蜜桃直接销售。

2018—2020 年，公司实现水蜜桃园租金收入相对稳定；公司实现水蜜桃销售收入 930.34 万元、821.26 万元和 1144.00 万元。

项目投入方面，公司拟建的募投项目无锡阳山水蜜桃生态园建设工程，计划总投资 4.45 亿元，资金来源为企业自筹及债务融资。公司拟建项目尚需投资规模较大，未来面临较大资本支出压力。公司募投项目建成运营后，将形成水蜜桃销售收入、蜜桃汁和桃木工艺品等衍生品销售收入以及生态旅游服务收入，预计对公司水蜜桃业务板块营收形成补充。

3. 未来发展

未来，公司将推进阳山镇内的基础设施建设，并依托水蜜桃资源优势，打造桃文化旅游。

围绕中长期战略目标，公司将依托无锡阳山水蜜桃资源优势，集中各类资源，积极推进阳山镇区域内城市基础设施建设，加强对林区的规划和对景区的市场推广，打造桃文化旅游亮点、突破点、热点和示范点，从而将影响力逐步延伸其他地区，力争把阳山镇建设成无锡地区独具特色的亦农亦景的生态养生休闲度假区。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018—2020 年合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对上述合并财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2018 年及 2020 年，公司合并范围未发生变化；2019 年，公司新增子公司 1 家，为无锡大方投资有限公司，系划拨取得。截至 2020 年底，公司拥有纳入合并范围子公司 3 家。总体来看，新增子公司规模较小，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

近年来，公司资产规模持续增长，以流动资产为主。其中存货和其他应收款占比高，且部分土地资产用于贷款抵押受限，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

2018—2020 年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长 7.64%。截至 2020 年底，公司资产总额 82.61 亿元，较上年底增长 13.89%，主要系其他应收款等增长所致。资产结构方面，公司资产以流动资产为主。

表8 公司主要资产构成（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	0.33	0.46	4.10	5.65	3.70	4.48
应收账款	2.52	3.53	2.46	3.39	3.44	4.16
其他应收款	16.41	23.02	22.28	30.71	30.56	36.99
存货	27.91	39.14	25.18	34.72	27.75	33.59
其他流动资产	8.00	11.22	2.01	2.77	0.02	0.03

流动资产	55.18	77.39	56.07	77.30	65.49	79.28
无形资产	13.32	18.69	13.51	18.63	13.51	16.36
非流动资产	16.12	22.61	16.47	22.70	17.12	20.72
资产	71.30	100.00	72.53	100.00	82.61	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司流动资产持续增长，年均复合增长 8.95%。截至 2020 年底，公司流动资产 65.49 亿元，较上年底增长 16.81%，主要系其他应收款增长所致。公司流动资产主要由其他应收款和存货构成。

截至 2020 年底，公司货币资金 3.70 亿元，较上年底下降 9.63%。公司货币资金主要由银行存款 0.38 亿元和其他货币资金 3.32 亿元构成，其他货币资金全部为使用受限的银行承兑汇票保证金，资金受限比例较高。

2018—2020 年末，公司应收账款波动增长，年均复合增长 16.90%。截至 2020 年底，公司应收账款 3.44 亿元，较上年底增长 39.67%，主要系应收代建工程款增长所致。按账龄分析法计提坏账准备的应收账款 0.11 亿元，累计计提坏账准备 62.48 万元。公司应收账款主要由应收政府方无锡市惠山区阳山镇人民政府财政所（1.82 亿元）和应收关联方新农村建设（1.51 亿元）构成；公司应收账款对象前两名合计金额占全部应收账款的 96.68%，应收账款集中度很高。

表 9 截至 2020 年底公司应收账款前两名
(单位：亿元、%)

债务人名称	性质	金额	占比
无锡市惠山区阳山镇人民政府财政所	非关联方	1.82	52.92
无锡阳山新农村建设发展有限公司	关联方	1.51	43.76
合计	--	3.33	96.68

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 36.44%。截至 2020 年底，公司其他应收款 30.56 亿元，较上年底增长 37.18%，主要系对关联方往来款增加所致。公司关联方均为惠山区、阳山镇政府及其下属事

业单位控股企业。截至 2020 年底，公司其他应收款主要由关联方组合（占 97.90%）构成；公司其他应收对象前五名合计金额占全部账款的 64.67%，集中度较高；公司按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账龄主要在一年以内（占 72.34%），公司其他应收款累计计提坏账准备 194.40 万元，计提比例低。

表 10 截至 2020 年底公司其他应收款前五名
(单位：亿元、%)

债务人名称	性质	金额	占比
无锡阳泉贸易有限公司	关联方往来款	6.02	19.70
无锡阳山水蜜桃有限公司	关联方往来款	4.68	15.30
无锡阳山经济发展有限公司	关联方往来款	3.30	10.79
无锡腾阳新城镇开发建设有限公司	关联方往来款	3.02	9.89
无锡大美丽山建设发展有限公司	关联方往来款	2.75	8.99
合计	--	19.78	64.67

资料来源：公司审计报告

2018—2020 年末，公司存货波动下降，年均复合下降 0.27%。截至 2020 年底，公司存货 27.75 亿元，较上年底增长 10.21%，主要系代建项目投入所致。截至 2020 年底，公司存货由代建项目开发成本（26.60 亿元）和土地开发成本（1.13 亿元）构成，其中土地开发成本中用于抵押贷款受限的土地使用权账面价值为 0.19 亿元。

2018—2020 年末，公司其他流动资产大幅下降，年均复合下降 94.61%。公司其他流动资产均为短期资金拆借款。截至 2020 年底，公司其他流动资产 232.42 万元，较上年底下降 98.85%，主要系收回部分短期资金拆借款所致。

2018—2020 年末，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 3.04%。截至 2020 年底，公司非流动资产 17.12 亿元，较上年底小幅增长

3.95%；主要由无形资产构成。

2018—2020 年末，公司无形资产基本保持稳定，主要为阳山镇政府向公司注入的土地使用权和农村土地经营权。截至 2020 年底，公司无形资产主要由 6.88 亿元土地使用权和 6.64 亿元农村土地经营权构成，公司无形资产中用于抵押贷款的土地使用权账面价值合计 3.06 亿元，占无形资产账面价值的 22.65%。

截至 2020 年底，公司受限资产 6.47 亿元，其中受限货币资金 3.22 亿元，为使用受限的银行承兑汇票保证金；受限存货 0.19 亿元，系用于借款抵押；受限无形资产 3.06 亿元，系用于借款抵押。

3. 所有者权益及负债

近年来，公司所有者权益持续增长，以资本公积、实收资本和未分配利润为主，所有者

权益稳定性较好；公司有息债务规模快速增长，整体债务负担一般。

所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 3.75%，主要来自未分配利润的增长。截至 2020 年底，公司所有者权益 52.03 亿元，较上年底增长 3.65%，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，所有者权益稳定性较好。

2018—2020 年末，公司实收资本保持稳定，均为 8.00 亿元。同期，公司资本公积基本保持稳定，分别为 30.29 亿元、30.30 和 30.30 亿元。截至 2020 年底，公司资本公积主要由评估价值 6.69 亿元土地使用权、6.64 亿元农村土地经营权、10.54 亿元阳山镇政府应收公司债权转成对公司投资以及 6.40 亿元拨款构成。

表 11 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	8.00	16.55	8.00	15.94	8.00	15.37
资本公积	30.29	62.66	30.30	60.36	30.30	58.24
未分配利润	8.87	18.35	10.53	20.98	12.18	23.41
归属于母公司所有者权益合计	48.15	99.62	50.03	99.65	51.87	99.69
少数股东权益	0.19	0.38	0.18	0.35	0.16	0.31
所有者权益合计	48.34	100.00	50.20	100.00	52.03	100.00

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：根据公司审计报告整理

负债

2018—2020 年末，公司负债波动增长，年均复合增长 15.40%；公司债务结构从以流动负债为主变为以非流动负债为主。截至 2020 年

底，公司负债总额 30.58 亿元，较上年底增长 36.93%，其中，流动负债和非流动负债分别占 33.10%和 66.90%。

表 12 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.50	2.18	1.00	4.48	2.34	7.65
应付票据	0.20	0.87	2.10	9.40	4.23	13.83
应付账款	3.12	13.57	0.28	1.26	0.14	0.46
应交税费	2.03	8.82	2.34	10.48	2.66	8.68
一年内到期的非流动负债	6.99	30.44	5.70	25.51	0.40	1.31
流动负债	13.37	58.25	11.69	52.36	10.12	33.10

长期借款	4.60	20.03	5.67	25.37	5.52	18.06
应付债券	4.99	21.72	4.97	22.27	14.94	48.85
非流动负债	9.59	41.75	10.64	47.64	20.46	66.90
负债总额	22.96	100.00	22.33	100.00	30.58	100.00

注：其他应付款金额不包含应付利息和应付股利
资料来源：根据公司审计报告整理

2018—2020 年末，公司流动负债持续下降，年均复合下降 13.01%。截至 2020 年底，公司流动负债 10.12 亿元，较上年底下降 13.44%，主要系一年内到期的非流动负债大幅减少所致。从其构成来看，公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应交税费和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2020 年底，公司短期借款 2.34 亿元，较上年底增长 134.00%，全部为保证借款。

2018—2020 年末，公司应付票据快速增长，年均复合增长 359.89%。截至 2020 年底，公司应付票据 4.23 亿元，较上年底增长 101.43%，全部为银行承兑汇票。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债快速下降，年均复合下降 76.08%。截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债 0.40 亿元，较上年底大幅下降 92.98%，全部为一年内到期的保证借款。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 46.08%。截至 2020 年底，公司非流动负债 20.46 亿元，较上年底增长 92.28%，主要系应付债券增加所致。从其构成来看，非流动负债由长期借款和应付债券构成。

2018—2020 年末，公司长期借款波动增长，年均复合增长 9.55%。截至 2020 年底，公司长期借款 5.52 亿元，较上年底下降 2.56%，全部为保证借款。

2018—2020 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长 73.06%。截至 2020 年底，公司应付债券 14.94 亿元，较上年底大幅增长 200.31%，系公司当期非公开发行 5.00 亿元“20 阳山 01”（票面利率 4.90%，期限 3 年）和 5.00 亿元“20 阳山 02”（票面利率 4.88%，期限 3+3+2+2 年）所致。

从有息债务看，2018—2020 年末，公司全部债务规模快速增长，分别为 17.28 亿元、19.44 亿元和 27.43 亿元。从债务结构来看，截至 2020 年底，公司长期债务占 74.59%，公司债务结构较为合理。债务指标方面，2018—2020 年末，公司资产负债率波动增长，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率持续增长，截至 2020 年底上述指标分别为 37.01%、34.52% 和 28.22%，公司债务负担一般。2021—2023 年，公司分别需要偿还到期债务 6.97 亿元、5.00 亿元和 5.00 亿元，公司偿付压力较为分散。

表 13 公司债务负担情况（单位：亿元、%）

项 目	2018 年	2019 年	2020 年
短期债务	7.69	8.80	6.97
长期债务	9.59	10.64	20.46
全部债务	17.28	19.44	27.43
资产负债率	32.20	30.79	37.01
全部债务资本化比率	26.33	27.91	34.52
长期债务资本化比率	16.55	17.49	28.22

资料来源：根据公司审计报告整理

4. 盈利能力

近年来，公司收入相对稳定，政府补助是公司重要的利润来源。

2018—2020 年，公司营业收入基本保持稳定，收入主要来自工程代建业务收入、水蜜桃园租赁业务收入及水蜜桃销售业务收入。同期，公司营业成本也基本保持稳定，公司营业利润率分别为 18.44%、21.54% 和 19.74%。

表 14 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
营业收入	5.60	5.80	5.94
营业成本	4.55	4.54	4.68
费用总额	0.11	0.22	0.19
利润总额	2.13	2.14	2.12
营业利润率	18.44	21.54	19.74
总资本收益率	2.91	2.80	2.33

净资产收益率	3.91	3.69	3.52
--------	------	------	------

资料来源：根据公司审计报告整理

期间费用方面，2018—2020年，公司期间费用分别为0.11亿元、0.22亿元和0.19亿元，占营业收入比重分别为1.99%、3.87%和3.16%，主要以管理费用为主。

2018—2020年，公司利润总额分别为2.13亿元、2.14亿元和2.12亿元；其中财政补贴形成的其他收益分别为1.20亿元、1.10亿元和1.10亿元，是公司利润总额的重要来源。

从盈利指标看，2018—2020年，公司总资产收益率和净资产收益率均不断下降，2020年分别为2.33%和3.52%。

5. 现金流

近年来，公司代建收入确认与现金回流存在一定的时间差异，收入实现质量有所下降。考虑到随着公司募投项目的建设，未来投资规模逐步增加，公司存在一定的外部融资压力。

经营活动方面，2018—2020年，公司经营活动现金流入量持续下降；其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金持续下降，主要为工程代建及水蜜桃业务板块收入回款；同期，公司现金收入比持续下降，2020年为84.33%，收入实现质量有所下降；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款。2018—2020年，公司经营活动现金流出持续增长，主要为公司购买商品、接受劳务支付的现金（公司代建工程项目支出）以及支付其他与经营活动有关的现金（业务往来款等）。2018—2020年，公司经营活动现金由净流入转为大额净流出，2020年为-7.26亿元。

表 15 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量	7.66	7.00	6.22
经营活动现金流出量	2.68	6.08	13.48
经营活动现金流净额	4.98	0.91	-7.26
投资活动现金流净额	0.00	5.61	1.15
筹资活动现金流净额	-4.96	-6.15	5.99
现金收入比	112.88	100.99	84.33

资料来源：根据公司审计报告整理

从投资活动看，2019—2020年，公司投资活动现金分别流入6.05亿元和2.00亿元，均系收回短期拆借资金。2018—2020年，公司投资活动现金流出规模较小，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，其中2020年投资支付的现金0.65亿元，系子公司对外投资支出。2018—2020年，公司投资活动产生的现金流量净额波动较大，2020年为1.15亿元。

2018—2020年，公司筹资活动产生的现金流入量持续增长，主要为取得借款收到的现金。同期，公司筹资活动产生的现金流出量波动下降，以偿还债务支付的现金为主。2018—2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额由净流出转为净流入，2020年为5.99亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债压力较大，长期偿债能力一般，间接融资渠道亟待拓宽。考虑到政府对公司的持续支持，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2018—2020年，公司流动比率和速动比率不断增长，2020年底分别为647.15%和372.92%。同期，公司经营现金流负债比分别为37.27%、7.80%和-71.71%。截至2020年底，公司现金短期债务比为0.53倍；公司短期偿债压力较大。

从长期偿债指标看，2018—2020年，公司EBITDA有所波动，分别为2.43亿元、2.54亿元和2.44亿元；全部债务/EBITDA和EBITDA利息保障倍数持续增长，2020年底分别为11.24倍和11.02倍；公司长期偿债能力一般。

截至2020年底，公司对外担保余额为16.70亿元，担保比率为32.10%；被担保单位为国有企业及其控股企业，截至目前均经营良好，但考虑到公司对外担保规模较大，公司存在一定或有负债风险。

表 16 对外担保情况（单位：亿元）

被担保单位	担保余额
无锡大美阳山建设发展有限公司	5.80
无锡润阳现代农业综合开发有限公司	6.00

无锡阳山新农村建设发展有限公司	2.25
无锡惠阳旅游文化开发建设有限公司	2.65
合计	16.70

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司共获得银行授信额度总量为 8.97 亿元，已全部使用，公司间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

公司的资产、负债、权益、收入及利润等均主要来自于母公司，母公司债务负担尚可。

截至 2020 年底，母公司资产总额 80.46 亿元，较上年底增长 14.87%，占合并口径的 97.40%。其中，流动资产占 79.73%、非流动资产占 20.27%；流动资产主要由其他应收款和存货构成，非流动资产主要由无形资产构成。

截至 2020 年底，母公司所有者权益 52.18 亿元，较上年底增长 3.91%，占合并口径的 100.29%。母公司所有者权益主要由实收资本（占 15.33%）、资本公积（占 58.06%）和未分配利润（占 23.95%）构成。

截至 2020 年底，母公司负债总额 28.28 亿元，较上年底增长 42.66%，主要系发行债券所致；母公司负债占合并口径的 92.47%。截至 2020 年底，母公司资产负债率为 35.14%，全部债务资本化比率 32.13%，债务负担尚可。

2020 年，母公司营业收入 5.74 亿元，利润总额 2.25 亿元，分别占合并口径的 96.57%和 106.25%。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响较大；公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力尚可；分期偿还条款一定程度上可降低公司的集中偿付压力。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券拟发行金额 6.00 亿元，分别相当于 2020 年底公司全部债务和长期债务的

21.87%和 29.33%，本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响较大。

截至 2020 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 37.01%、34.52%和 28.22%；以公司 2020 年底财务数据为基础，不考虑其他因素，预计本期债券发行后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率将分别上升至 41.28%、39.11%和 33.71%。公司债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 2.43 亿元、2.54 亿元和 2.44 亿元，分别为本期债券发行规模的 0.41 倍、0.42 倍和 0.41 倍；同期，公司经营活动的现金流入量分别为 7.66 亿元、7.00 亿元和 6.22 亿元，分别为本期债券发行规模的 1.28 倍、1.17 倍和 1.04 倍；同期公司经营活动现金流量净额分别为 4.98 亿元、0.91 亿元和 -7.26 亿元，分别为本期债券发行规模的 0.83 倍、0.15 倍和 -1.21 倍。公司 EBITDA 及经营活动现金流净额对本期债券本金保障能力较弱，经营活动现金流入量对本期债券本金保障能力尚可。

本期债券设置分期还款安排，在债券存续期的第 3 至第 7 个计息年度末，分别按照债券发行总额 20% 的比例偿还本金。根据分期还款安排，本期债券发行后第 3 至第 7 个计息年度末，公司每年需偿还债券本金 1.20 亿元。

2018—2020 年，公司经营活动现金流入量分别为本期债券分期偿付本金（1.20 亿元）的 6.38 倍、5.83 倍和 5.18 倍。同期，公司 EBITDA 分别为本期债券分期偿付本金的 2.03 倍、2.12 倍和 2.03 倍。公司经营活动现金流入量及 EBITDA 对本期债券分期偿还本金具备较强的保障能力，公司分期还款条款的设置一定程度上降低了本期债券的集中偿付压力。

3. 本期债券募投项目偿还能力

根据《募投项目可行性研究报告》对运营

期内募投项目销售收入、营业税金及附加、总成本费用和还款计划等估算，对本期债券募投

项目经营现金流量预测及偿债能力测算表编制如下：

表 17 募投项目收入对本金覆盖情况测算表（单位：万元、倍）

项目	合计	债券存续期						
		建设期		运营期				
		第 1 年	第 2 年	第 3 年	第 4 年	第 5 年	第 6 年	第 7 年
经营活动现金流入	78322.48	--	--	12475.24	14246.88	16018.76	17790.80	17790.80
营业收入	78322.48	--	--	12475.24	14246.88	16018.76	17790.80	17790.80
水蜜桃销售收入	69792.88	--	--	11103.44	12689.68	14275.76	15862.00	15862.00
采摘园收入	414.80	--	--	66.00	75.20	84.80	94.40	94.40
桃衍生品收入	8114.80	--	--	1305.80	1482.00	1658.20	1834.40	1834.40
经营活动现金流出	49037.06	--	--	9337.50	9246.30	10212.76	10300.25	9940.25
经营成本（不含折旧摊销）	45035.80	--	--	9337.50	9246.30	9008.80	8901.60	8541.60
税金及附加（含增值税）	4001.26	--	--	--	--	1203.96	1398.65	1398.65
经营性净现金流(收益)	29285.42	--	--	3137.74	5000.58	5806.00	7490.55	7850.55
本期债券用于募投项目部分本息	38250.00	1650.00	1650.00	7650.00	7320.00	6990.00	6660.00	6330.00
本金	30000.00	--	--	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00	6000.00
利息	8250.00	1650.00	1650.00	1650.00	1320.00	990.00	660.00	330.00
经营现金流入量对本息覆盖倍数	2.05	--	--	1.63	1.95	2.29	2.67	2.81
经营性现金净流量对本息覆盖倍数	0.77	--	--	0.41	0.68	0.83	1.12	1.24

注：假设本期债券票面利率按 5.50% 计算

资料来源：根据募投项目可行性研究报告整理

假设本期债券用于募投项目建设的额度按 3.00 亿元募集上限计算，票面利率按 5.50% 计算，本期债券用于募投项目建设部分需偿还的本息合计为 38250.00 万元，存续期内募投项目产生的经营现金流入量对该部分本息偿还总额的覆盖倍数为 2.05 倍，覆盖能力尚可；经营性现金净流量对该部分本息偿还总额的覆盖倍数为 0.77 倍，覆盖能力一般。本期债券设置分期偿还条款，按年度看，在募投项目进入回收期前，本期债券利息偿付需依赖于公司经营收益。进入项目运营期后，募投项目产生的经营现金流入量对每年募投项目所用额度应付本息保障倍数均大于 1，并呈逐年上升趋势；募投项目产生的经营性现金净流量对每年募投项目所用额度应付本息保障倍数初始低于 1，但呈逐年上升趋势。

同时，联合资信也关注到，项目预期收益实现依赖于项目运营后其经济作物销售收入情

况，受经济形势、行业市场行情和气候条件等因素影响较大。此外，本期债券实际票面利率受多重因素影响，可能与测算利率存在较大差异。

4. 偿债资金监管

公司与天风证券股份有限公司签订了《2020 年江苏省无锡安山产业发展有限公司农村产业融合发展专项债券债权代理协议》，在本期债券存续期限内，债权代理人应作为本期债券全体债券持有人的代理人，依照协议的约定维护债券持有人的利益。

在募集和偿债资金使用和管理方面，公司与南京银行股份有限公司无锡分行及天风证券股份有限公司签订了募集和偿债资金专项账户监管协议（以下简称“监管协议”）。根据监管协议约定，在本期债券发行 3 个工作日前，公司应在监管银行开立募集和偿债资金专项账户

（以下简称“监管账户”）；公司通过监管账户支出的资金用途必须与本期债券《募集说明书》中约定用途相符；公司应在本期债券的每个还本付息日前3个工作日向监管账户中划入偿债资金；监管银行应于本期债券每年还本付息日前第3个工作日审查偿债账户中的资金是否能够足额支付当期利息或本金，如果监管银行发现偿债账户余额不足，应于当日通知公司和债权人天风证券股份有限公司，天风证券股份有限公司将根据《债权代理协议》及其他相关协议的约定，及时维护本期债券投资者的权益。

5. 担保增信措施

本期债券由中证担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，担保范围包括本期债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用；担保期限为本期债券存续期及本期债券期限届满之日起两年。

中证担保成立于2019年12月，是由中证信用增进股份有限公司（以下简称“中证信用”）全资设立的专业从事融资担保业务的子公司，初始注册资本30.00亿元，均为货币出资；后经中证信用增资10.00亿元，注册资本增至40.00亿元。截至2021年3月底，中证担保注册资本及实收资本均为40.00亿元，中证信用持有其100.00%股权。中证信用股权分散，无实际控制人，故中证担保无实际控制人。中证担保作为中证信用根据监管政策以及自身要求而设立的全资子公司，在高管团队、风险管理、业务策略等方面均沿袭中证信用安排，承继开展担保业务，为各项业务开展奠定了良好的基础。按照中证担保成立初期设定的业务规划，中证担保主要开展融资担保业务和投资业务。

截至2020年末，中证担保资产总额45.37亿元，所有者权益41.37亿元（无少数股东权益）；2020年，中证担保实现营业收入2.64亿元，利润总额1.61亿元。

经联合资信评定，中证担保主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。其担保显著提高了本期债券到期偿付的安全性。

十、结论

公司是无锡市惠山区阳山镇重要的基础设施建设和水蜜桃产业化运营的实施主体，在区域内的基础设施建设、棚户区改造及水蜜桃产业经营等方面发挥着重要作用。

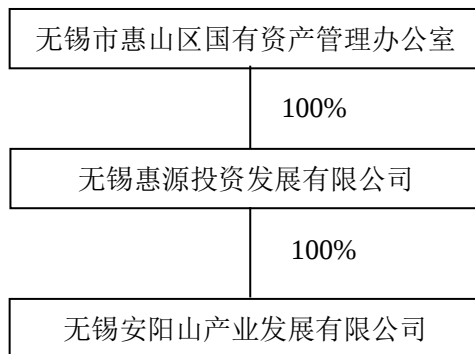
近年来，公司营业收入保持相对稳定；公司资产规模持续增长，其中存货和其他应收款占比高，且部分土地资产用于贷款抵押受限，公司资产流动性较弱；公司有息债务规模持续增长，整体债务负担一般；公司整体收入实现质量较好，考虑到随着公司募投项目的建设，未来投资规模逐步增加，公司存在一定的外部融资压力。公司对外担保规模较大，公司存在一定或有负债风险。

本期债券由中证担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保可显著提升本期债券到期偿付的安全性。本期债券的发行对公司现有债务规模及结构影响较大；公司经营活动现金流入量对本期债券的保障能力尚可；分期偿还条款一定程度上可降低公司的集中偿付压力。

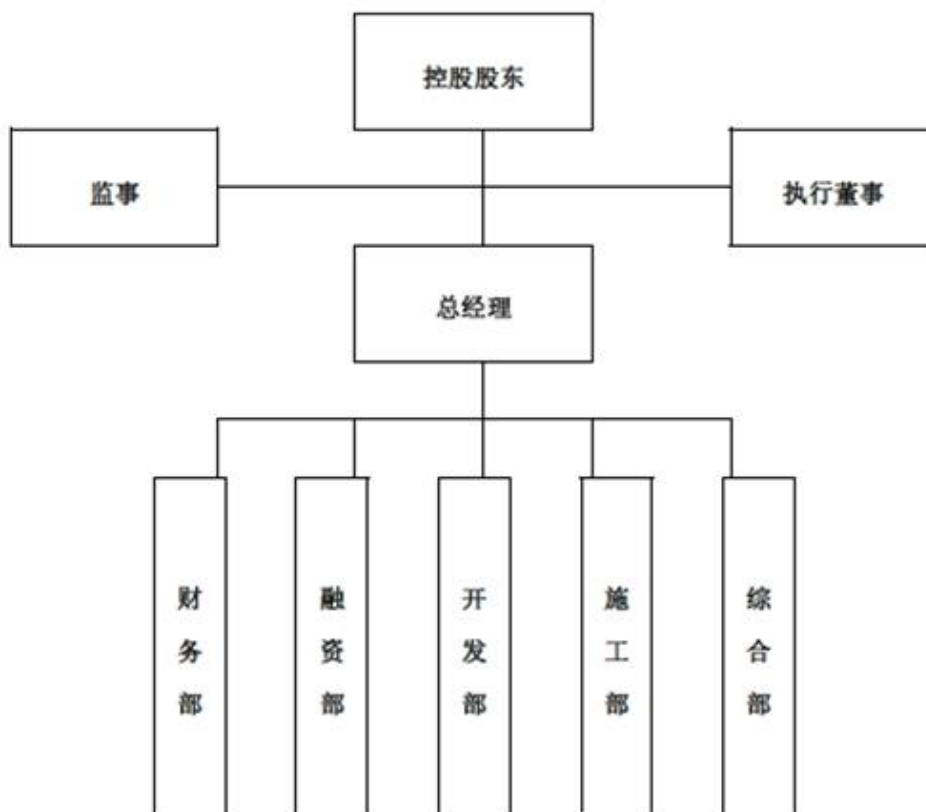
随着区域经济的持续发展，公司募投项目建成并投入运营，公司的营业收入有望持续增长，联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力很强，本期债券到期不能偿还的风险极低，安全性极高。

附件 1-1 截至 2020 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底公司合并范围内子公司情况

企业名称	注册资本	直接持股 比例	间接持股 比例	经营范围
无锡天澜产业开发建设 有限公司	5.00 亿元	100.00%	--	农业园区规划、建设；水果、蔬菜、花卉的种植、销售；水产品的养殖、销售；农业生产物资（不含危险品）的销售；农业基础设施的开发、建设；土地整理；市政工程建设；农业水利基础设施建设；流域治理、环境治理工程和园林绿化工程设计、施工；农业科技服务；旅游资源开发和经营管理；旅游景区配套设施建设；景区游览服务；餐饮管理服务；利用自有资金对外投资；经济信息咨询服务。
无锡太湖阳山水蜜桃科 技有限公司	0.50 亿元	51.00%	--	水蜜桃种植技术的研发；水蜜桃及其它农产品的种植与销售；对农业、农村基础设施的开发、建设，土地整理；农业科技服务，经济信息咨询服务（不含投资咨询）；旅游工艺品、纸箱的销售；利用自有资金对外投资；预包装食品的销售；化肥、农药（不含危险品）、农机具的销售；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。
无锡大方投资有限公司	1.00 亿元	100.00%	--	利用自有资金对外投资；从事企业资产的收购、重组、转让。

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.33	4.13	3.71
资产总额(亿元)	71.30	72.53	82.61
所有者权益(亿元)	48.34	50.20	52.03
短期债务(亿元)	7.69	8.80	6.97
长期债务(亿元)	9.59	10.64	20.46
全部债务(亿元)	17.28	19.44	27.43
营业收入(亿元)	5.60	5.80	5.94
利润总额(亿元)	2.13	2.14	2.12
EBITDA(亿元)	2.43	2.54	2.44
经营性净现金流(亿元)	4.98	0.91	-7.26
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.95	2.31	2.00
存货周转次数(次)	0.17	0.17	0.18
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.08
现金收入比(%)	112.88	100.99	84.33
营业利润率(%)	18.44	21.54	19.74
总资本收益率(%)	2.91	2.80	2.33
净资产收益率(%)	3.91	3.69	3.52
长期债务资本化比率(%)	16.55	17.49	28.22
全部债务资本化比率(%)	26.33	27.91	34.52
资产负债率(%)	32.20	30.79	37.01
流动比率(%)	412.53	479.55	647.15
速动比率(%)	203.90	264.16	372.92
经营现金流动负债比(%)	37.26	7.80	-71.71
现金短期债务比(倍)	0.04	0.47	0.53
全部债务/EBITDA(倍)	7.11	7.66	11.24
EBITDA 利息倍数(倍)	2.10	2.76	11.02

资料来源：公司审计报告

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	0.22	3.95	3.54
资产总额(亿元)	70.60	70.04	80.46
所有者权益(亿元)	48.23	50.22	52.18
短期债务(亿元)	7.29	8.40	6.57
长期债务(亿元)	9.59	8.57	18.14
全部债务(亿元)	16.88	16.97	24.71
营业收入(亿元)	5.46	5.62	5.74
利润总额(亿元)	2.18	2.26	2.25
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	5.15	-0.50	-6.97
财务指标			
销售债权周转次数(次)	1.93	2.29	1.99
存货周转次数(次)	0.17	0.18	0.20
总资产周转次数(次)	0.08	0.08	0.08
现金收入比(%)	113.60	101.27	84.68
营业利润率(%)	18.70	21.44	21.33
总资本收益率(%)	2.97	2.93	2.55
净资产收益率(%)	4.01	3.92	3.76
长期债务资本化比率(%)	16.58	14.58	25.79
全部债务资本化比率(%)	25.92	25.26	32.13
资产负债率(%)	31.69	28.30	35.14
流动比率(%)	429.17	475.87	632.63
速动比率(%)	222.40	267.07	425.51
经营现金流动负债比(%)	40.27	-4.45	-68.70
现金短期债务比(倍)	0.03	0.47	0.54
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/

资料来源：公司审计报告

注：因公司未提供母公司折旧、摊销及利息资本化等数据，公司 EBITDA 等相关数据无法准确计算；

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^ (1/ (n-1)) -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 2021 年江苏省无锡安阳山产业发展有限公司农村产业融 合发展专项债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年无锡安阳山产业发展有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

无锡安阳山产业发展有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。无锡安阳山产业发展有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对无锡安阳山产业发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，无锡安阳山产业发展有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注无锡安阳山产业发展有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现无锡安阳山产业发展有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对无锡安阳山产业发展有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如无锡安阳山产业发展有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对无锡安阳山产业发展有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

跟踪评级结果将同时报送无锡安阳山产业发展有限公司、监管部门、交易机构等。若需在本公司和交易所等网站公布，交易所网站公布时间不晚于本公司等网站。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

ING
CO., LTD.