

信用评级公告

联合〔2022〕4005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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持无锡安阳山产业发展有限公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 锡阳山债/21 阳山债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年六月二十日

无锡安阳山产业发展有限公司 2022 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
无锡安阳山产业发展有限公司	AA	稳定	AA	稳定
中证信用融资担保有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
21 锡阳山债/21 阳山债	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
21 锡阳山债/21 阳山债	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/07/09

注：上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券；“21 锡阳山债/21 阳山债”到期兑付日为首次行权日

评级时间：2022 年 6 月 20 日

偿债主体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

偿债主体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	1
		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

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。跟踪期内，惠山区经济保持增长，公司外部发展环境良好，且继续获得外部支持。同期，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司代建业务可持续性较弱、资产流动性较弱以及存在集中偿付压力等因素可能给公司信用水平带来的不利影响。

“21 锡阳山债/21 阳山债”设置了分期偿还本金安排，同时中证信用融资担保有限公司（以下简称“中证担保”）为“21 锡阳山债/21 阳山债”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保。经联合资信评定，中证担保主体长期信用等级为 AAA，担保实力极强，其担保显著提升了“21 锡阳山债/21 阳山债”本息偿付的安全性。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 锡阳山债/21 阳山债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 跟踪期内，公司外部发展环境良好。2021 年，惠山区完成地区生产总值 1145.13 亿元，按可比价格计算，同比增长 10.3%。
- 跟踪期内，公司继续获得外部支持。跟踪期内，公司仍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，2021 年，公司获得财政补贴 1.10 亿元，计入“其他收益”科目。
- 担保显著提升了债券本息偿付的安全性。中证担保为“21 锡阳山债/21 阳山债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，其担保显著提升了“21 锡阳山债/21 阳山债”本息偿付的安全性。

关注

- 跟踪期内，代建业务可持续性较弱。跟踪期内，公司在建代建项目投资已接近尾声，暂无拟建委托代建项目，代建项目可持续性较弱。
- 跟踪期内，公司资产流动性较弱。截至 2021 年底，公司资产中存货和其他应收款合计占比为 63.07%，占比高，公司资产流动性较弱。

分析师：李颖 陈婷

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

3. 存在集中偿付压力。跟踪期内，公司有息债务规模大幅增长，且2022年到期债务规模较大，存在集中偿付压力。

偿债主体主要财务数据：

合并口径			
项目	2019年	2020年	2021年
现金类资产(亿元)	4.13	3.71	8.49
资产总额(亿元)	72.53	82.61	96.32
所有者权益(亿元)	50.20	52.03	54.00
短期债务(亿元)	8.80	6.97	10.98
长期债务(亿元)	10.64	20.46	28.05
全部债务(亿元)	19.44	27.43	39.03
营业总收入(亿元)	5.80	5.94	6.61
利润总额(亿元)	2.14	2.12	2.27
EBITDA(亿元)	2.54	2.44	2.60
经营性净现金流(亿元)	0.91	-7.26	4.56
营业利润率(%)	21.54	19.74	20.65
净资产收益率(%)	3.69	3.52	3.64
资产负债率(%)	30.79	37.01	43.94
全部债务资本化比率(%)	27.91	34.52	41.96
流动比率(%)	479.55	647.15	493.23
经营现金流动负债比(%)	7.80	-71.71	31.94
现金短期债务比(倍)	0.47	0.53	0.77
EBITDA利息倍数(倍)	2.76	2.41	1.82
全部债务/EBITDA(倍)	7.66	11.24	15.02
公司本部(母公司)			
项目	2019年	2020年	2021年
资产总额(亿元)	70.04	80.46	95.13
所有者权益(亿元)	50.22	52.18	54.22
全部债务(亿元)	16.97	24.71	34.11
营业收入(亿元)	5.62	5.74	6.37
利润总额(亿元)	2.26	2.25	2.34
资产负债率(%)	28.30	35.14	43.01
全部债务资本化比率(%)	25.26	32.13	38.62
流动比率(%)	475.87	632.63	421.30
经营现金流动负债比(%)	-4.45	-68.70	5.38

注：1. 2019-2021年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币

数据来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

偿债主体评级历史：

债项简称	债项等级	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21锡阳山债/21阳山债	AAA	AA	稳定	2021/06/09	郝帅 高志杰	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	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告版权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受无锡安阳山产业发展有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

无锡安阳山产业发展有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于无锡安阳山产业发展有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，唯一股东仍为无锡惠源投资发展有限公司（以下简称“惠源投资”），实际控制人仍为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”）。截至 2021 年底，公司注册资本和实收资本均为 8.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围均未发生变化。截至 2021 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 2021 年底，公司纳入合并范围的一级子公司共 3 家。

截至 2021 年底，公司资产总额 96.32 亿元，所有者权益 54.00 亿元（其中少数股东权益 0.15 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 6.61 亿元，利润总额 2.27 亿元。

公司注册地址：无锡市惠山区阳山镇胜利路；法定代表人由俞志贤变更为钱畅。

三、债券概况与募集资金使用情况

截至 2022 年 5 月底，联合资信所评公司存续债券“21 锡阳山债/21 阳山债”余额为 6.00 亿元（详见表 1），其中 3.00 亿元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，3.00 亿元用于补充公司营运资金。募集资金已全部使用完毕。募投项目计划总投资 4.45

亿元，截至 2021 年底已投资 3.28 亿元，预计于 2024 年投入使用。跟踪期内，“21 锡阳山债/21 阳山债”尚未到付息日。

表 1 截至 2022 年 5 月底联合资信所评公司存续债券概况（单位：亿元、年）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21 锡阳山债/21 阳山债	6.00	6.00	2021/07/09	5+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速（5.19%，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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一

定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前

2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。

消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。

2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。

2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分

别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。

2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，

保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。

生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

五、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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始

规范转型。

(2) 行业监管与政策

2021年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据2014年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号），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年开始，国内经济下行压力加大，2020年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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。

2021年，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全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，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，城投企业融资政策整体收紧。2021年4月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021年7月，银保监会〔2021〕15号文及补充通知要求切实把控

好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022年4月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022年5月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022年5月，财政部通报8个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

(3) 行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控

增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中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，中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，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域经济及政府财力

(1) 区域经济

跟踪期内，无锡市及惠山区经济稳步发展，公司外部发展环境良好。

无锡市

根据《2021年无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2021年，无锡市实现地区生产总值14003.2亿元，按可比价格计算，比上年增长8.8%。分产业看，全市第一产业实现增加值130.3亿元，比上年增长1.3%；第二产业实现增加值6710.5亿元，比上年增长9.9%；第三产业实现增加值7162.4亿元，比上年增长7.9%；三次产业比例调整为0.9：47.9：51.2。

2021年，无锡市规模以上工业企业实现增

加值4926.4亿元，比上年增长12.9%。全年固定资产投资完成3985.2亿元，比上年增长4.5%。其中：第一产业投资完成3.7亿元，比上年下降51.7%；第二产业投资完成1563.0亿元，比上年下降9.9%；第三产业投资完成2418.5亿元，比上年增长16.7%。全年房地产业实现增加值968.6亿元，比上年增长2.9%。

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2021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）。

根据无锡市惠山区统计局数据，2021年，惠山区完成地区生产总值1145.13亿元，按可比价格计算，同比增长10.3%。

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。

根据公司提供的资料，2021年，阳山镇完成地区生产总值66.0亿元，同比增长9.5%。全年预计完成工业纳税营业收入130.0亿元，同比增长15.0%；完成规上工业总产值95.8亿元，同比增长33.0%；完成规上工业增加值26.5亿元，同比增长14.0%；到位外资700.0万美元；社会消费品零售总额同比增长20.0%。

(2) 政府财力

跟踪期内，惠山区及阳山镇一般公共预算收入均保持增长，惠山区财政自给率较高。

2021年，惠山区完成一般公共预算收入114.7亿元，同比增长16.5%，其中，税收收入完成93.7亿元，同比增长11.4%，占一般公共预算收入比重为81.7%；同期，一般公共预算支出100.6亿元，财政自给率为114.1%，财政

自给率很高。同期，惠山区政府性基金收入完成 121.7 亿元，同比增长 87.7%。截至 2021 年底，惠山区政府债务余额 174.7 亿元，在江苏省政府核定的限额 180.5 亿元内，其中政府一般债务余额为 33.1 亿元，专项债务余额为 141.6 亿元，债务风险总体可控。

2021 年，阳山镇预计完成财政总收入 5.96 亿元，同比增长 11.0%；其中一般公共预算收入 3.68 亿元，同比增长 14.0%。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 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 100.00% 股权，公司实际控制人仍为惠山区国资办。

2. 企业规模与竞争力

跟踪期内，公司作为阳山镇重要的基础设施建设主体，业务专营性及重要性仍突出。

跟踪期内，公司职能定位未发生变化。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. 企业信用记录

公司本部过往债务履约情况良好；联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

根据企业提供的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91320206554616122D），截至 2022 年 5 月 18 日，公司本部无已结清和未结清不良信贷信息记录，公司本部信用记录良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法定代表人、执行董事兼经理发生变更；公司在管理制度等方面无重大变化。

跟踪期内，公司法定代表人、执行董事兼理由俞志贤变更为钱畅，系正常人事变动。

钱畅先生，1987 年 9 月生，本科学历；曾任职于无锡市惠山区阳山镇安阳山村、无锡市惠山区阳山镇行政审批中心、无锡市会上经济开发区阳山配套区综合科、无锡市惠山区阳山镇党政办、无锡市惠山区阳山镇团委；现任公司法定代表人、执行董事和经理。

八、经营分析

1. 经营概况

2021 年，公司营业总收入同比增幅明显，综合毛利率变化不大。

2021 年，公司营业总收入同比增长 11.28%，主要系工程代建业务收入增长所致。其中工程项目代建仍然为公司收入的主要来源，2021 年占营业总收入比重为 86.84%。公司水蜜桃销售业务和水蜜桃园租赁业务收入同比变化不大。

毛利率方面，2021 年，公司综合毛利率为 20.85%，同比变化不大。其中，工程项目代建业务仍主要根据合同约定的加成率（一般为 20%）予以确认，2021 年毛利率为 15.53%，同比保持相对稳定。水蜜桃销售业务毛利率 9.10%，较 2020 年下降 8.76 个百分点，系公司水蜜桃销售业务系从农户手中收购，再对外销售，带有扶农助农性质。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，2021 年毛利率 63.87%，同比变化很小。

表 3 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务	2020 年			2021 年		
	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
工程代建业务	51122.92	86.02	15.62	57429.64	86.84	15.53
水蜜桃销售业务	1144.00	1.92	17.86	1012.29	1.53	9.10
水蜜桃园租赁业务	6917.35	11.64	62.68	7138.89	10.79	63.87
其他业务	247.40	0.42	38.54	554.21	0.84	38.54
合计	59431.67	100.00	21.24	66135.04	100.00	20.85

资料来源：公司审计报告

2. 业务经营分析

(1) 工程代建业务

跟踪期内，公司仍受阳山镇人民政府及其下属企业委托开展阳山镇基础设施建设业务，2021 年该业务收入同比小幅增长。公司在建代建项目投资已接近尾声，暂无拟建委托代建项目，代建业务可持续性较弱。

跟踪期内，公司工程代建业务模式未发生变化，公司仍受阳山镇人民政府（以下简称“阳山镇政府”）及无锡阳山新农村建设发展有限公司（以下简称“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阳山镇政府及新农村建设。阳山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。

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”。

2021 年，公司确认工程代建收入主要来自于拆迁工程和陆振路（陆北路—胜利路）大修工程项目。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。2021 年，公司确认工程代建收入 5.74 亿元，拆迁工程和陆振路（陆北路—胜利路）大修工程项目累计回款 9.55 亿元。截至 2021 年底，公司应收回购款 1.04 亿元，计入“应收账款”科目，主要为应收拆迁工程的回购款。

表 4 2020—2021 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		截至 2021 年底累计收到回购款
	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年	
陆振路（陆北路—胜利路）大修工程	8069.59	10269.97	9244.77	11765.59	22035.56
拆迁工程	35068.69	38239.00	41878.14	45664.05	73491.40
合计	43138.28	48508.96	51122.92	57429.64	95526.96

资料来源：公司提供

截至 2021 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 5 截至 2021 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	180245.93
桃花岛温泉度假酒店	26000.00	23146.88
拆迁支出	190000.00	

		171152.59
陆区苑三期 C 块一标段	5000.00	3281.01
合计	401000.00	377826.41

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 2021 年底，公司主要在建项目总投资 40.10 亿元，累计已投资 37.78 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

2021 年，公司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；公司自营项目总投资规模较大，仍面临一定的资本支出压力，自营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。2021 年，公司水蜜桃林地的出租率均为 65.00%。此外，公司也自营一部分水蜜桃林，收获的水蜜桃直接销售。

2021 年，公司实现水蜜桃园租金收入 0.71 亿元，实现水蜜桃销售收入 1012.29 万元。

项目投入方面，公司在建项目包括募投项目和无锡阳山特色田园乡村项目。其中，募投项目计划总投资 4.45 亿元，截至 2021 年底已完成投资 3.38 亿元。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。无锡

阳山特色田园乡村项目计划总投资 14.10 亿元，截至 2021 年底已完成投资 10.81 亿元，项目建成运营后，将形成生态旅游服务收入和水蜜桃销售收入等。截至 2021 年底，公司自营项目仍需投入 4.36 亿元，公司仍面临一定的资金支出压力。上述两个项目建成运营后，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，集中资源，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到其他地区，将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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2021 年合并财务报表，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

合并范围方面，跟踪期内，公司合并范围未发生变化。截至 2021 年底，公司合并范围内一级子公司仍为 3 家。总体来看，公司财务数据可比性强。

2. 资产质量

截至 2021 年底，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，公司资产流动性较弱，资产质量一般。

表6 公司主要资产构成

项目	2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	65.49	79.28	70.43	73.12

货币资金	3.70	4.48	8.48	8.80
应收账款	3.44	4.16	1.15	1.20
其他应收款	30.56	36.99	35.08	36.42
存货	27.75	33.59	25.67	26.65
非流动资产	17.12	20.72	25.89	26.88
其他权益工具投资	0.00	0.00	1.17	1.21
在建工程	0.00	0.00	14.09	14.63
无形资产	13.51	16.36	7.53	7.81
资产总额	82.61	100.00	96.32	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2021 年底，公司资产总额 96.32 亿元，较上年底增长 16.60%，主要系货币资金、其他应收款和在建工程等增长所致。资产结构方面，公司资产仍然以流动资产为主。

(1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产 70.43 亿元，较上年底增长 7.54%，主要系货币资金和其他应收款增长所致。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。

截至 2021 年底，公司货币资金 8.48 亿元，较上年底增长 128.94%，主要系新发行债券以及业务回款规模增长所致。公司货币资金主要由银行存款 5.61 亿元和其他货币资金 2.87 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。

截至 2021 年底，公司应收账款 1.15 亿元，较上年底下降 66.52%，主要系回收代建工程款所致。公司应收账款主要系对新农村建设的代建工程款，回收风险可控。

截至 2021 年底，公司其他应收款 35.08 亿元，较上年底增长 14.80%，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。公司其他应收对象前五名合计金额占全部账款的 65.51%，集中度较高；账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 151.17 万元，计提比例低。

表 7 截至 2021 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	6.30	17.96
无锡市惠山区阳山镇人民政府财政所	关联方往来款	5.99	17.06
无锡阳山生态休闲旅游度假区发展有限公司	关联方往来款	3.63	10.33
无锡阳山经济发展有限公司	关联方往来款	3.61	10.30
无锡阳山水蜜桃有限公司	关联方往来款	3.46	9.86
合计	--	22.99	65.51

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司存货 25.67 亿元，较上年底下降 7.49%，主要系代建项目结转所致。公司存货由代建项目开发成本（24.51 亿元）和土地开发成本（1.15 亿元）构成。

(2) 非流动资产

截至 2021 年底，公司非流动资产 25.89 亿元，较上年底增长 51.27%，系在建工程大幅增长所致。公司非流动资产主要由在建工程和无形资产构成。

截至 2021 年底，公司新增在建工程 14.09 亿元，系新增对募投项目投入 3.28 亿元和无锡阳山特色田园乡村项目 10.81 亿元所致。

截至 2021 年底，公司无形资产 7.53 亿元，较上年底下降 44.31%，系政府将评估价值为 6.69 亿元的土地使用权按账面价值 5.99 亿元收回，阳山镇政府计划于 2022—2023 年两年内将土地款以货币资金形式拨付公司。公司无形资产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 2021 年底，公司受限资产 4.27 亿元，占总资产比重为 4.43%，详见下表。

表 8 截至 2021 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值 (亿元)	占资产总额比例 (%)	受限原因
货币资金	2.87	2.98	承兑汇票保证金存款
存货	0.60	0.62	土地使用权抵押
无形资产	0.80	0.83	抵押
合计	4.27	4.43	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

3. 资本结构

(1) 所有者权益

表 9 公司主要所有者权益构成情况

项目	2020 年末		2021 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	8.00	15.37	8.00	14.82
资本公积	30.30	58.24	30.30	56.12
未分配利润	12.18	23.41	13.95	25.83
归属于母公司所有者权益合计	51.87	99.69	53.84	99.72
少数股东权益	0.16	0.31	0.15	0.28
所有者权益合计	52.03	100.00	54.00	100.00

资料来源：根据公司审计报告整理

(2) 负债

截至 2021 年底，公司有息债务规模大幅增长，整体债务负担一般；公司 2022 年到期债务规模较大，存在集中偿付压力。

截至 2021 年底，公司负债总额 42.33 亿元，较上年底增长 38.43%，构成仍然以非流动负债为主。

图 1 截至 2021 年底公司流动负债构成



资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司流动负债 14.28 亿元，

截至 2021 年底，公司所有者权益小幅增长，仍以资本公积、实收资本和未分配利润为主，所有者权益稳定性较好。

截至 2021 年底，公司所有者权益 54.00 亿元，较上年底增长 3.77%，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。截至 2021 年底，公司实收资本和资本公积较上年底均保持不变。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。

较上年底增长 41.10%，主要系一年内到期的非流动负债大幅增长所致。

截至 2021 年底，公司短期借款 0.30 亿元，较上年底大幅下降 87.13%，全部为保证借款。

截至 2021 年底，公司应付票据 3.93 亿元，较上年底下降 7.09%，全部为银行承兑汇票。

截至 2021 年底，公司一年内到期的非流动负债 6.75 亿元，较上年底大幅增加 6.35 亿元，主要包括一年内到期的保证借款 1.15 亿元和一年内到期的应付债券 5.00 亿元。

截至 2021 年底，公司非流动负债 28.05 亿元，较上年底增长 37.12%，主要系应付债券增加所致。

截至 2021 年底，公司长期借款 7.17 亿元，较上年底增长 29.89%，全部为保证借款。

截至 2021 年底，公司应付债券 20.88 亿元，较上年底增长 39.79%，系公司当期发行 6.00 亿元“21 锡阳山债/21 阳山债”（票面利率

4.28%，期限 5+2 年）所致。

从有息债务看，截至 2021 年底，公司全部债务 39.03 亿元，较上年底增长 42.30%。其中，短期债务和长期债务分别占 28.13% 和 71.87%。截至 2021 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较上年底分别提高 6.93 个百分点、7.44 个百分点和 5.97 个百分点。公司债务负担一般。

从债务期限结构来看，公司 2022 年到期债务规模较大，存在集中偿付压力。

表 10 截至 2021 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年	合计
偿还金额 (亿元)	10.98	5.65	2.35	2.35	21.33
占比 (%)	51.48	26.49	11.02	11.02	100.00

资料来源：公司提供

截至报告出具日，公司存续债券 26.00 亿元，其中，“19 阳山 01”和“19 阳山 02”到期日均为 2022 年 11 月 27 日。

表 11 截至报告出具日公司存续债券情况

债券简称	到期日	债券余额 (亿元)
21 阳山 01*	2024/01/18	5.00
20 阳山 02*	2023/09/15	5.00
21 锡阳山债/21 阳山债*	2026/07/09	6.00
20 阳山 01	2023/07/14	5.00
19 阳山 02	2022/11/27	3.00
19 阳山 01	2022/11/27	2.00
合计	--	26.00

注：用*标出的债券均附带回售条款，所列到期日为回售日

资料来源：Wind

4. 盈利能力

2021 年，公司营业总收入增幅明显，期间费用控制能力较强，政府补助对利润的贡献程度仍大，公司整体盈利能力强。

2021 年，公司营业总收入 6.61 亿元，同比增长 11.28%。同期，公司营业成本同比增长 11.83% 至 5.23 亿元，公司营业利润率 20.65%，同比变化不大。

从期间费用看，2021 年，公司费用总额为 0.21 亿元，同比增长 14.28%，主要系管理费用增长所致。公司期间费用仍以管理费用为主。

2021 年，公司期间费用率为 3.24%，较上年变化不大。公司期间费用控制能力较强。

2021 年，公司实现其他收益 1.10 亿元，以政府补助为主。公司利润总额为 2.27 亿元，政府补助对利润的贡献程度仍大。

表 12 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年
营业总收入 (亿元)	5.94	6.61
利润总额 (亿元)	2.12	2.27
营业利润率 (%)	19.74	20.65
总资本收益率 (%)	2.33	2.11
净资产收益率 (%)	3.52	3.64

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2021 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.11% 和 3.64%，分别同比下降 0.22 个百分点、提高 0.12 个百分点，公司盈利能力强。

5. 现金流

2021 年，受工程代建业务回款规模增加影响，公司收入实现质量大幅提升，经营活动现金流由净流出转为净流入。受公司对自营项目投入影响，公司投资活动现金流由净流入转为大额净流出。公司投资活动资金缺口由筹资活动弥补。

表 13 公司现金流情况 (单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年
经营活动现金流入	6.22	12.02
经营活动现金流出	13.48	7.46
经营现金流量净额	-7.26	4.56
投资活动现金流入	2.00	0.02
投资活动现金流出	0.85	9.64
投资活动现金流量净额	1.15	-9.62
筹资活动前现金流量净额	-6.11	-5.06
筹资活动现金流入	13.57	17.60
筹资活动现金流出	7.58	7.31
筹资活动现金流量净额	5.99	10.29
现金收入比 (%)	84.33	135.64

资料来源：公司审计报告

经营活动方面，2021 年，公司经营活动现金流入量同比增长 93.17%；其中，销售商品、

提供劳务收到的现金 8.97 亿元，同比增长 78.99%，主要系工程代建业务回款所致；同期，公司现金收入比大幅增长至 135.64%，收入实现质量大幅提升；公司收到其他与经营活动有关的现金仍主要为往来款。同期，公司经营活动现金流出同比下降 44.68%，系往来款支出减少所致。同期，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，为 4.56 亿元。

从投资活动看，2021 年，公司投资活动现金流入规模很小。投资活动现金流出 9.64 亿元，其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 9.13 亿元，主要系对募投项目和无锡阳山特色田园乡村项目投入所致。同期，公司投资活动现金流由净流入转为大额净流出。

2021 年，公司筹资活动前现金流量净额继续为负。从筹资活动来看，2021 年，公司筹资活动产生的现金流入量同比增长 29.67%，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变化不大，以偿还债务支付的现金为主。同期，公司筹资活动产生的现金净流入规模有所扩大，为 10.29 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现一般；间接融资渠道亟待拓宽，存在一定或有负债风险。

表 14 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年
短期偿债能力	流动比率 (%)	647.15	493.23
	速动比率 (%)	372.92	313.44
	经营现金/流动负债 (%)	-71.71	31.94
	经营现金/短期债务 (倍)	-1.04	0.42
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.53	0.77
长期偿债能力	EBITDA (亿元)	2.44	2.60
	全部债务/EBITDA (倍)	11.24	15.02
	经营现金/全部债务 (倍)	-0.26	0.12
	EBITDA/利息支出 (倍)	2.41	1.82
	经营现金/利息 (倍)	-7.16	3.19

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

从短期偿债能力指标看，截至 2021 年底，

公司流动比率和速动比率同比均有所下降，分别为 493.23% 和 313.44%。2021 年，公司经营现金流动负债比为 31.94%，经营性现金流对流动负债保障程度一般。截至 2021 年底，公司现金短期债务比为 0.77 倍。公司短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看，2021 年，公司 EBITDA 为 2.60 亿元，主要由利润总额构成（占 87.48%）；全部债务/EBITDA 由上年的 11.24 倍提高至 15.02 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱；EBITDA 利息保障倍数由上年的 2.41 倍下降至 1.82 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2021 年底，公司对外担保余额为 16.70 亿元，担保比率为 30.93%；被担保单位为国有企业及其控股企业，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 15 截至 2021 年底公司对外担保情况

(单位：亿元)

被担保单位	担保余额	到期日
无锡大美阳山建设发展有限公司	5.80	2026/02/25
无锡润阳现代农业综合开发有限公司	6.00	2022/06/02
无锡阳山新农村建设发展有限公司	2.25	2022/01/31
无锡惠阳旅游文化开发建设有限公司	2.65	2023/06/14
合计	16.70	--

资料来源：公司审计报告

截至 2021 年底，公司共获得银行授信额度总量为 5.21 亿元，已使用 2.51 亿元，公司间接融资渠道亟待拓宽。

7. 母公司财务分析

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

截至 2021 年底，母公司资产总额 95.13 亿元，较上年底增长 18.23%，占合并口径的 98.76%。其中，流动资产占 74.56%、非流动资产占 25.44%，仍然以流动资产为主；其中，流动资产仍主要由其他应收款和存货构成，非流

流动资产主要由在建工程 and 无形资产构成。

截至 2021 年底，母公司所有者权益 54.22 亿元，较上年底增长 3.89%，占合并口径的 100.41%。母公司所有者权益主要由实收资本（占 14.76%）、资本公积（占 55.88%）和未分配利润（占 26.43%）构成。

截至 2021 年底，母公司负债总额 40.91 亿元，较上年底增长 44.70%；母公司负债占合并口径的 96.66%。截至 2021 年底，母公司资产负债率为 43.01%，全部债务资本化比率 38.62%，债务负担尚可。

2021 年，母公司营业总收入 6.37 亿元，利润总额 2.34 亿元，分别占合并口径的 96.32% 和 103.02%。

十、外部支持

跟踪期内，公司继续获得阳山镇政府在财政补贴方面的支持。

2021 年，公司获得财政补贴 1.10 亿元，计入“其他收益”科目。

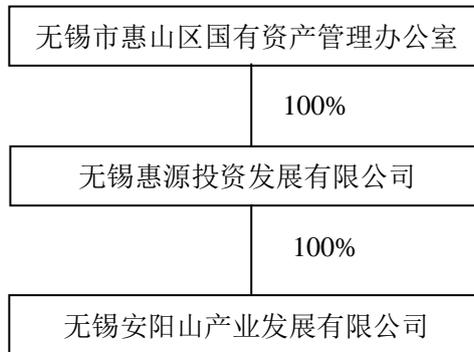
十一、债券偿还能力分析

“21锡阳山债/21阳山债”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。中证担保担保实力极强，其担保显著提升了“21锡阳山债/21阳山债”本息偿还的安全性。

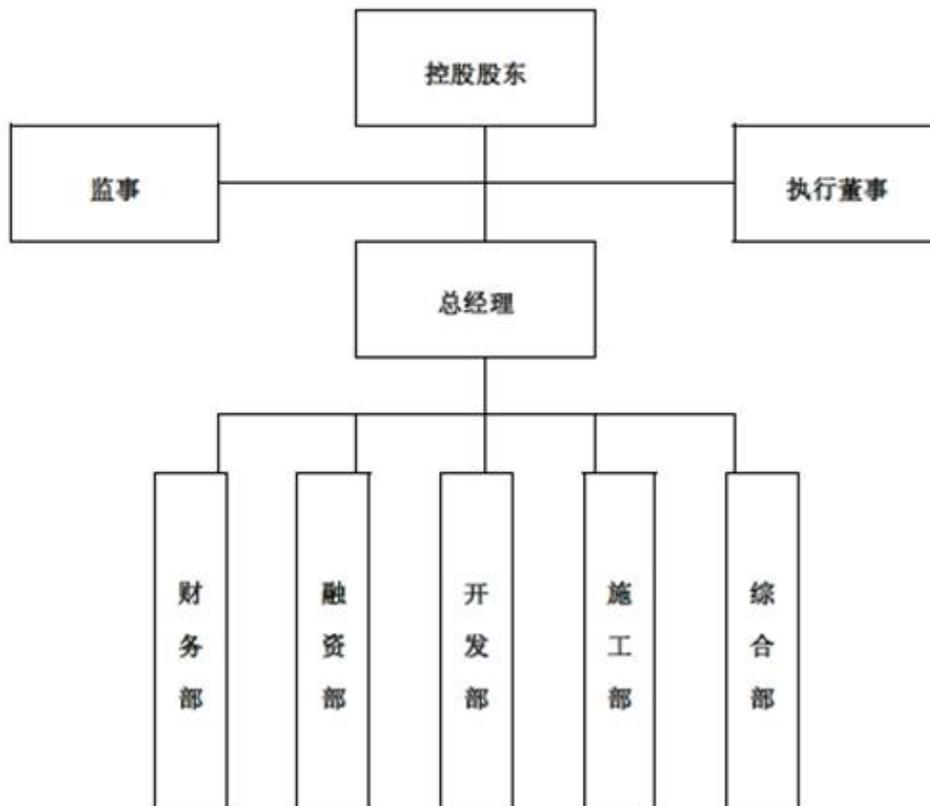
十二、结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21锡阳山债/21阳山债”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2021 年底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年底公司合并范围内一级子公司情况

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；预包装食品的零售；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 公司主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	4.13	3.71	8.49
资产总额 (亿元)	72.53	82.61	96.32
所有者权益 (亿元)	50.20	52.03	54.00
短期债务 (亿元)	8.80	6.97	10.98
长期债务 (亿元)	10.64	20.46	28.05
全部债务 (亿元)	19.44	27.43	39.03
营业总收入 (亿元)	5.80	5.94	6.61
利润总额 (亿元)	2.14	2.12	2.27
EBITDA (亿元)	2.54	2.44	2.60
经营性净现金流 (亿元)	0.91	-7.26	4.56
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	2.31	2.00	2.87
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	0.07
现金收入比 (%)	100.99	84.33	135.64
营业利润率 (%)	21.54	19.74	20.65
总资本收益率 (%)	2.80	2.33	2.11
净资产收益率 (%)	3.69	3.52	3.64
长期债务资本化比率 (%)	17.49	28.22	34.19
全部债务资本化比率 (%)	27.91	34.52	41.96
资产负债率 (%)	30.79	37.01	43.94
流动比率 (%)	479.55	647.15	493.23
速动比率 (%)	264.16	372.92	313.44
经营现金流动负债比 (%)	7.80	-71.71	31.94
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.53	0.77
全部债务/EBITDA (倍)	2.76	2.41	1.82
EBITDA 利息倍数 (倍)	7.66	11.24	15.02

注：2019 - 2021年财务数据取自当年审计报告期末数，非追溯调整数据

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件3 公司主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2019年	2020年	2021年
财务数据			
现金类资产 (亿元)	3.95	3.54	3.74
资产总额 (亿元)	70.04	80.46	95.13
所有者权益 (亿元)	50.22	52.18	54.22
短期债务 (亿元)	8.40	6.57	10.03
长期债务 (亿元)	8.57	18.14	24.08
全部债务 (亿元)	16.97	24.71	34.11
营业总收入 (亿元)	5.62	5.74	6.37
利润总额 (亿元)	2.26	2.25	2.34
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-0.50	-6.97	0.91
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	2.29	1.99	2.91
存货周转次数 (次)	0.18	0.20	0.20
总资产周转次数 (次)	0.08	0.08	0.07
现金收入比 (%)	101.27	84.68	136.36
营业利润率 (%)	21.44	21.33	20.68
总资本收益率 (%)	2.93	2.55	2.30
净资产收益率 (%)	3.92	3.76	3.75
长期债务资本化比率 (%)	14.58	25.79	30.75
全部债务资本化比率 (%)	25.26	32.13	38.62
资产负债率 (%)	28.30	35.14	43.01
流动比率 (%)	475.87	632.63	421.30
速动比率 (%)	267.07	376.50	276.41
经营现金流动负债比 (%)	-4.45	-68.70	5.38
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.54	0.37
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/

注：1. 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；2. “/”代表数据未获取
资料来源：公司审计报告

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	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入 ×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+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持