

无锡安阳山产业发展有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕3895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

评级总监：

二〇二四年六月二十二日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

八、本报告版权为联合资信所有，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。

九、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

2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
无锡安阳山产业发展有限公司	AA/稳定	AA/稳定	2024/06/22
21 锡阳山债/21 阳山债	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，无锡安阳山产业发展有限公司（以下简称“公司”）仍是无锡市惠山区阳山镇从事基础设施建设及水蜜桃产业经营的重要主体，业务专营性及重要性仍突出。2023 年，无锡市及惠山区经济和财政水平均实现同比增长，公司外部发展环境良好，且继续获得了有力的外部支持。公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。公司营业总收入仍主要来自工程代建业务，在建代建项目未来存在较大的资金支出压力。公司资产中应收类款项和存货对资金仍形成较大占用，资产流动性仍弱；所有者权益中实收资本及资本公积占比较高，权益稳定性仍较好；债务结构以长期债务为主，债务负担一般，2024 年面临一定的集中偿付压力；政府补助对利润总额贡献度高，公司整体盈利指标表现强；短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现较强，间接融资渠道亟待拓宽。

“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的连带责任保证担保。经联合资信评估股份有限公司（以下简称“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。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在政府补助等方面继续获得外部支持。

评级展望

未来，随着惠山区和阳山镇经济的持续发展，公司项目持续推进，公司经营规模有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围扩大，职能定位提升。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司发生重大资产变化，核心资产被划出，政府支持程度减弱。

优势

- **公司外部发展环境良好。**2023 年，惠山区地区生产总值和一般公共预算收入分别为 1276.00 亿元和 121.27 亿元，分别同比增长 6.10% 和 8.31%，一般公共预算收入质量较好，财政自给能力很强。
- **跟踪期内，公司仍保持明显的业务区域专营优势，且继续获得有力的外部支持。**公司是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，业务专营性及重要性仍突出。2023 年，公司收到政府补助 1.23 亿元。
- **分期条款和增信措施。**“21 锡阳山债/21 阳山债”的分期偿还条款可有效降低公司的集中偿付压力；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，显著提升了“21 锡阳山债/21 阳山债”本息偿还的安全性。

关注

- **公司资产流动性仍弱。**截至 2023 年底，公司应收类款项（应收账款+其他应收款）和存货占资产总额的比重为 69.54%，应收类款项主要为应收当地国有企业的项目建设和往来款等，对公司资金形成较大占用。
- **已无可用授信，备用资金不足。**截至 2023 年底，公司授信已全额使用完毕，备用资金不足，融资渠道亟待拓宽。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208

评级模型 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级打分表及结果

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	2
			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
		指示评级		
个体调整因素：--				--
个体信用等级				a+
外部支持调整因素：政府支持				+2
评级结果				AA

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

主要财务数据

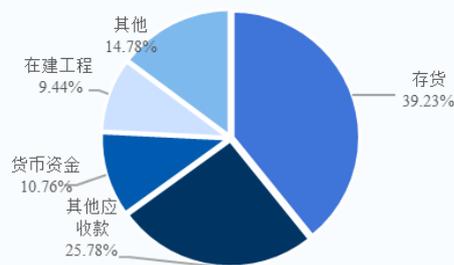
项目	合并口径		
	2021年	2022年	2023年
现金类资产（亿元）	8.49	2.83	13.93
资产总额（亿元）	96.32	99.29	129.39
所有者权益（亿元）	54.00	56.17	58.26
短期债务（亿元）	10.98	10.87	19.88
长期债务（亿元）	28.05	27.69	43.78
全部债务（亿元）	39.03	38.57	63.66
营业总收入（亿元）	6.61	6.87	7.78
利润总额（亿元）	2.27	2.52	2.46
EBITDA（亿元）	2.60	2.78	3.24
经营性净现金流（亿元）	4.56	-4.82	4.70
营业利润率（%）	20.65	20.14	24.05
净资产收益率（%）	3.64	3.88	3.57
资产负债率（%）	43.94	43.42	54.98
全部债务资本化比率（%）	41.96	40.71	52.22
流动比率（%）	493.23	465.14	390.01
经营现金流动负债比（%）	31.94	-31.23	17.58
现金短期债务比（倍）	0.77	0.26	0.70
EBITDA利息倍数（倍）	1.82	1.76	1.56
全部债务/EBITDA（倍）	15.02	13.88	19.64

项目	公司本部口径		
	2021年	2022年	2023年
资产总额（亿元）	95.13	101.90	95.21
所有者权益（亿元）	54.22	56.37	58.74
全部债务（亿元）	34.11	31.85	25.02
营业总收入（亿元）	6.37	6.42	7.09
利润总额（亿元）	2.34	2.50	2.75
资产负债率（%）	43.01	44.68	38.30
全部债务资本化比率（%）	38.62	36.10	29.87
流动比率（%）	421.30	327.95	515.78
经营现金流动负债比（%）	5.38	12.51	59.01

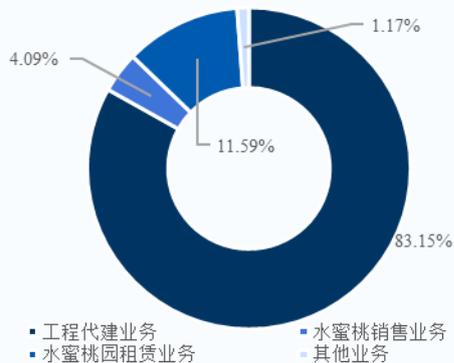
注：1.2021—2023年财务数据取自当年审计报告期末数；2.本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算；3.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币

资料来源：根据公司审计报告及公司提供资料整理

2023年底公司资产构成



2023年公司营业总收入构成



2021—2023年末公司现金流情况



2021—2023年末公司债务情况



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	特殊条款
21 锡阳山债/21 阳山债	6.00 亿元	6.00 亿元	2026/07/09	调整票面利率，回售，债券提前偿还

注：1. “21 锡阳山债/21 阳山债”附存续期第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，在债券存续期的第 3 至第 7 年度末，每年按照债券未回售部分债券 20% 的比例偿还本金，上表所列到期兑付日为首次行权日；2. 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
 资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	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/稳定	AA/稳定	2023/06/25	李 颖 陈佳琪	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	阅读全文
	AAA/稳定	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：上述评级方法/模型、历史评级项目的评级报告通过链接可查询
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李 颖 liying@lhratings.com

项目组成员：陈佳琪 chenjq@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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”）及其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，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2023 年底，公司注册资本和实收资本均为 8.00 亿元，无锡惠源投资集团有限公司（以下简称“惠源投资”）持有公司 100.00% 股份，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”）为公司实际控制人。

公司是无锡市惠山区阳山镇重要的基础设施建设主体，主要从事基础设施建设及水蜜桃产业经营。

截至 2023 年底，公司本部设财务部、融资部、开发部、施工部和综合部等职能部门；同期末，公司纳入合并范围内一级子公司共 4 家。

截至 2023 年底，公司合并资产总额 129.39 亿元，所有者权益 58.26 亿元（含少数股东权益 0.16 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 7.78 亿元，利润总额 2.46 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：钱畅。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见图表 1。同期末，“21 锡阳山债/21 阳山债”募集资金均使用完毕，其中 3.00 亿元用于无锡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。截至 2023 年底，募投项目已投资 4.52 亿元，预计于 2024 年投入使用。跟踪期内，公司已按期支付“21 锡阳山债/21 阳山债”利息，公司过往付息情况良好。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
21 锡阳山债/21 阳山债	6.00	6.00	2021/07/09	5+2 年

注：21 锡阳山债/21 阳山债”附存续期第 5 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，在债券存续期的第 3 至第 7 年度末，每年按照债券未回售部分债券 20% 的比例偿还本金
资料来源：公司提供

“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。

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

跟踪期内，无锡市及惠山区地区生产总值及一般公共预算收入均有所增长，一般公共预算收入质量均较好。无锡市财政自给能力较强，惠山区财政自给能力很强。公司外部发展环境良好。

无锡市

无锡市地处中国华东地区、江苏省南部，北依长江，南濒太湖，东邻苏州市，西连常州市，南和西南与浙江省湖州市、安徽省宣城市交界。无锡市交通便利，京沪高速、沪宁城铁、京沪高铁和京杭大运河穿境而过，总面积 4627.46 平方千米。全市共辖 5 个区、代管 2 个县级市，2023 年末常住人口 749.50 万人。无锡市是长江三角洲地区中心城市、上海大都市圈和苏锡常都市圈的重要组成部分、重要的风景旅游城市和国家历史文化名城，境内有鼋头渚、惠山古镇、东林书院、南禅寺、清名桥历史文化街区等著名景点。

产业发展方面，无锡市培育了物联网、集成电路、生物医药等地标性产业，2023 年战略性新兴产业、高新技术产业产值占规上工业比重分别达 41.8%、51.8%，培育壮大 6 个营收超 2000 亿元产业集群，国家和省级中小企业特色产业集群数量均为全省第一。科技型中小企业、高新技术企业分别达 12453 家、6310 家，企业研发投入占营业收入比重达 1.8%，全社会研发投入占 GDP 比重升至 3.4%。同时，无锡市深化国企改革，出台落实国企参与现代产业集群建设实施意见，市属国企在地投资超千亿元，营业收入保持全省首位；深度参与上海大都市圈建设，协同编制苏锡常轨道交通融合发展规划，优化企业营商环境。

图表 2· 无锡市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	14003.2	14850.8	15456.2
GDP 增速（%）	8.8	3.0	6.0
固定资产投资增速（%）	4.5	2.2	8.3
三产结构	0.9 : 47.9 : 51.2	0.9 : 48.3 : 50.8	0.9 : 47.7 : 51.4
人均 GDP（万元）	18.7	19.8	20.6

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《无锡市国民经济和社会发展统计公报》，2023 年，无锡市地区生产总值同比有所增长，在江苏省内排名第 3 位。产业结构方面，无锡市以第二、三产业为主导，第一产业占比很低。固定资产投资方面，2023 年，无锡市完成固定资产投资 4412.1 亿元，较上年有所增长。分重点行业看，2023 年，无锡市高新技术产业投资完成 1138.3 亿元，同比增长 18.6%；先进制造业投资完成 1510.9 亿元，同比增长 15.5%；战略性新兴产业投资完成 2072.9 亿元，同比增长 11.8%。

图表 3 • 无锡市主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	1200.5	1133.4	1195.4
一般公共预算收入增速（%）	11.6	1.6	5.5
税收收入（亿元）	983.9	852.2	982.8
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	82.0	75.2	82.2
一般公共预算支出（亿元）	1357.8	1365.8	1390.4
财政自给率（%）	88.4	83.0	86.0
政府性基金收入（亿元）	1225.8	1128.8	1075.8
地方政府债务余额（亿元）	1608.1	1874.4	2171.4

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据《关于无锡市 2023 年预算执行情况与 2024 年预算草案的报告》，2023 年，无锡市一般公共预算收入同比有所增长，收入质量较好，财政自给能力较强，但政府性基金收入有所下降。

截至 2023 年底，无锡市全市地方政府债务余额 2171.37 亿元，其中：一般债务余额 564.68 亿元，专项债务余额 1606.69 亿元。政府债务负担一般。

惠山区

惠山区系江苏省无锡市辖区，总面积 325.12 平方千米，下辖 5 个街道及 2 个镇。惠山区位于中国华东地区长三角腹地，江苏省南部，无锡市西北部，南临梁溪区、滨湖区，东邻锡山区，北邻江阴市，西邻常州市，区位优势显著；沪宁高速、锡澄高速、锡宜高速公路在区内交会，国道 312 线、省道 342 线、京沪高速铁路、沪宁城际铁路、京杭大运河等贯穿全境，交通便捷。

图表 4 • 惠山区主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	1145.1	1232.6	1276.0
GDP 增速（%）	10.3	3.2	6.1
固定资产投资增速（%）	0.7	4.6	5.0
三产结构	1.5:55.1:43.4	1.4:55.1:43.5	/
人均 GDP（万元）	12.8	13.8	/

注：“/”表示数据未获取

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据无锡市惠山区统计局数据，2023 年，惠山区地区生产总值较上年有所增长，增幅高于全省、全市平均水平。规模以上工业总产值 2730.0 亿元，同比增长 5.3%；固定资产投资 520.0 亿元，同比增长 5.0%，其中工业投资 220.0 亿元，同比增长 12.4%；进出口总额 341.2 亿元，实现正增长。

根据《关于无锡市惠山区 2023 年财政预算执行情况和 2024 年财政预算（草案）的报告》，2023 年，惠山区一般公共预算收入同比有所增长，收入质量较好，财政自给能力很强，但政府性基金收入受土地市场行情影响有所下降。

图表 5 • 惠山区主要财力指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	114.71	111.97	121.27
一般公共预算收入增速（%）	16.55	-2.39	8.31
税收收入（亿元）	93.70	85.61	98.93
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	81.68	76.46	81.58
一般公共预算支出（亿元）	100.52	100.66	108.72
财政自给率（%）	114.12	111.24	111.54

政府性基金收入（亿元）	121.67	110.43	97.26
地方政府债务余额（亿元）	174.67	187.29	208.50

资料来源：联合资信根据公开资料整理

截至 2023 年末，惠山区地方政府债务余额为 208.50 亿元，其中，政府一般债务余额为 41.90 亿元，专项债务余额为 171.60 亿元，政府债务负担一般。

阳山镇

“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《阳山镇 2023 年财政预算执行情况和 2024 年财政预算（草案）的报告》，2023 年，阳山镇一般公共预算收入 4.02 亿元，同比增长 16.50%，一般公共预算支出 13.62 亿元，财政自给率为 29.52%。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 产权状况

截至 2023 年底，公司注册资本和实收资本均为 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 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司仍为惠山区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。

惠山区主要的基础设施建设开发主体情况详见图表 6。跟踪期内，公司职能定位未发生变化，仍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，经过近年来的发展，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。

图表 6· 惠山区主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率（%）
惠源投资	惠山区国资办	惠山区玉祁街道、前洲街道和阳山镇等区域基础设施建设主体	722.46	240.59	30.54	6.41	66.70
无锡惠山高科集团有限公司	无锡惠山经济开发区国有资产管理局	无锡惠山经济开发区范围内市政工程项目建设、安置房建设及资产运营主体	665.96	189.06	16.35	2.22	71.61
无锡市惠山国有投资控股集团有限公司	惠山区国资办	惠山区重要的城市基础设施建设、国有资产运营和产业投资管理主体	467.76	203.07	12.78	3.29	56.59
无锡市惠山文商旅集团有限公司	惠山区国资办	惠山区文化旅游产业建设主体	/	/	/	/	/
公司	惠源投资	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	129.39	58.26	7.78	2.46	54.98

注：上表中所列数据为 2023 年/2023 年年底数；上述公司按资产总额降序排列；“/”代表数据未获取
资料来源：联合资信根据公开资料整理

3 信用记录

跟踪期内，公司本部未新增不良信贷记录，联合资信未发现公司本部曾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 2024 年 6 月 5 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。

根据公司过往在债券市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度和高级管理人员方面均未发生重大变化。

（三）经营方面

1 业务经营分析

2023年，公司营业总收入仍主要来自工程代建业务，公司营业总收入同比有所增长，综合毛利率有所上升。

跟踪期内，公司营业总收入仍主要来自工程代建业务，工程代建业务收入占营业总收入的比重仍较高。2023年，公司实现营业总收入7.78亿元，同比增长13.16%。

毛利率方面，受工程代建项目加成比例存在差异影响以及水蜜桃园租赁业务毛利率上升影响，2023年，公司综合毛利率同比有所上升。

图表7·公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2022年			2023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	59787.18	86.99	15.05	64671.30	83.15	16.73
水蜜桃销售业务	1565.50	2.28	23.15	3180.13	4.09	21.57
水蜜桃园租赁业务	7166.70	10.43	64.19	9017.29	11.59	77.94
其他业务	208.56	0.30	4.36	906.37	1.17	37.84
合计	68727.95	100.00	20.32	77775.09	100.00	24.27

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

（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，2023年该业务收入同比小幅增长。截至2023年底，公司在在建项目面临较大的资金支出压力。

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”）、无锡阳山新农村建设发展有限公司（以下简称“新农村建设”）及无锡大美阳山建设发展有限公司（以下简称“大美阳山”）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、新农村建设及大美阳山。阳山镇政府、新农村建设及大美阳山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”。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。

2023年，公司确认工程代建收入6.47亿元，仍主要来自于拆迁工程和尹城苑安置房。2022—2023年，拆迁工程和尹城苑安置房累计回款7.14亿元。截至2023年底，公司应收回购款5.08亿元，计入“应收账款”科目，主要为应收拆迁工程的回购款。

图表8·2022—2023年公司主要项目建设成本、收入及回款情况（单位：万元）

项目名称	成本		收入		2022—2023年累计收到回购款
	2022年	2023年	2022年	2023年	
拆迁工程	38462.00	42307.93	45930.00	50523.06	46154.10

尹城苑安置房	10494.00	11543.42	12022.00	13224.50	25254.81
合计	48956.00	53851.34	57952.00	63747.55	71408.91

资料来源：公司提供

截至 2023 年底，公司主要在建项目为无锡阳山工业园区产业提升改造项目、新渎苑三旧改造提升项目和无锡阳山冬青片区更新改造项目，主要在建项目计划总投资 38.36 亿元，累计已投资 15.72 亿元，尚需投入 22.65 亿元，面临较大的资金支出压力。同期，公司暂无拟建委托代建项目。

图 9 • 截至 2023 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
无锡阳山工业园区产业提升改造项目	107141.96	30403.08
新渎苑三旧改造提升项目	98558.33	56261.76
无锡阳山冬青片区更新改造项目	177949.63	70500.00
合计	383649.92	157164.84

资料来源：公司提供

（2）水蜜桃产业运营

2023 年，公司水蜜桃板块整体收入规模仍较小，对公司收入及利润规模影响有限。公司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。2023 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。

2023 年，公司实现水蜜桃园租金收入 0.90 亿元，实现水蜜桃销售收入 0.32 亿元。

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 2023 年底已完成投资 4.52 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 2023 年底已完成投资 12.17 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。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。

2 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。

（四）财务方面

公司提供了 2023 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 2023 年底，公司合并范围内一级子公司共 4 家。总体来看，公司财务数据可比性强。

1 主要财务数据变化

（1）资产质量

截至 2023 年底，公司资产规模较上年底有所增长；公司应收类款项和存货占比较高，对资金仍形成较大占用，公司资产流动

性仍弱，资产质量一般。

截至 2023 年底，公司合并资产总额较上年底增长 30.32%，系货币资金和存货大幅增长所致，资产结构以流动资产为主。

图表 10 • 公司资产主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	71.74	72.26	104.36	80.65
货币资金	2.82	2.84	13.93	10.76
应收账款	1.79	1.80	5.86	4.53
其他应收款	31.77	32.00	33.36	25.78
存货	35.28	35.53	50.76	39.23
非流动资产	27.55	27.74	25.03	19.35
在建工程	15.69	15.80	12.22	9.44
无形资产	7.52	7.57	7.69	5.94
资产总额	99.29	100.00	129.39	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

① 流动资产

截至 2023 年底，公司流动资产较上年底增长 45.47%。公司流动资产主要由货币资金、其他应收款和存货构成。公司货币资金较上年底增长 393.37%，其中受限资金规模为 12.89 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和定期存款，受限比例为 92.53%。公司应收账款较上年底增长 228.04%，主要系应收大美阳山工程款增加所致。从账龄来看，公司应收账款账龄 1 年以内的占 97.45%，账龄偏短；累计计提坏账准备 201.17 万元。从集中度看，公司应收账款前两大欠款方合计余额为 5.70 亿元，占比为 97.28%，集中度很高。公司其他应收款较上年底增长 4.99%，主要系应收往来款增加所致。公司其他应收款对手方均为惠山区、阳山镇政府及其下属事业单位控股企业，前五名合计金额占全部账款的 88.17%，集中度较高；账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账准备 151.55 万元，计提比例低。公司存货较上年底增长 43.88%，系新增项目开发成本以及募投项目从在建工程转移至存货科目所致。公司存货未计提跌价准备。

图表 11 • 公司 2023 年底主要其他应收账款明细

名称	款项性质	期末余额 (亿元)	占其他应收款期末余额的比例 (%)
无锡阳泉贸易有限公司	往来款	9.94	29.81
无锡阳山生态休闲旅游度假区发展有限公司	往来款	8.09	24.25
无锡阳山水蜜桃有限公司	往来款	5.94	17.81
无锡惠阳旅游文化开发建设有限公司	往来款	4.40	13.18
无锡新太阳农业发展有限公司	往来款	1.04	3.12
合计	--	29.41	88.17

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 非流动资产

截至 2023 年底，公司非流动资产较上年底下降 9.12%。公司非流动资产主要由在建工程和无形资产构成。公司在建工程较上年底下降 22.13%，主要系募投项目完工转移至存货科目所致。公司无形资产较上年底小幅增长 2.23%，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。

受限资产方面，截至 2023 年底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例较低。

图表 12 • 截至 2023 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	12.89	9.96	银行承兑汇票保证金和定存
固定资产	0.40	0.31	/

无形资产	0.18	0.14	/
合计	13.46	10.40	--

注：“/”表述数据未获取

资料来源：公司提供

(2) 资本结构

① 所有者权益

截至 2023 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 2023 年底，公司所有者权益较上年底增长 3.71%。公司所有者权益中，实收资本和资本公积分别占 13.73%和 52.02%，权益稳定性仍较好。公司实收资本和资本公积较上年底无变化。公司未分配利润较上年底增长 11.55%，主要系利润积累所致。

图表 13 • 公司所有者权益主要构成情况

科目	2022 年末		2023 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
实收资本	8.00	14.24	8.00	13.73
资本公积	30.30	53.95	30.30	52.02
未分配利润	15.91	28.32	17.75	30.47
归属于母公司所有者权益合计	56.02	99.73	58.10	99.72
少数股东权益	0.15	0.27	0.16	0.28
所有者权益合计	56.17	100.00	58.26	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

② 负债

截至 2023 年底，公司有息债务规模大幅增长，整体债务负担一般；公司 2024 年面临一定的集中偿付压力。

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 65.00%，主要系资金拆借款流入增加所致。公司负债结构仍以非流动负债为主。

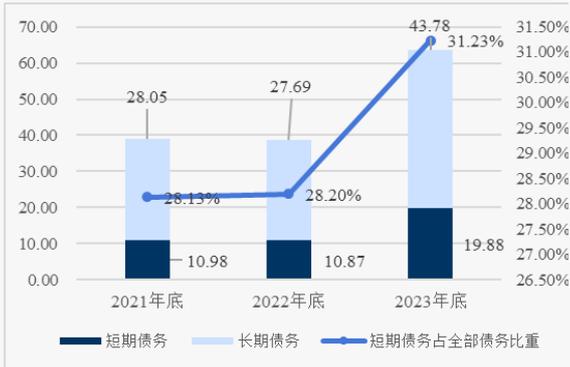
图表 14 • 公司主要负债情况

项目	2022 年末		2023 年末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	15.42	35.77	26.76	37.62
短期借款	2.68	6.22	2.69	3.78
应付票据	1.30	3.02	11.40	16.03
应交税费	3.27	7.57	3.69	5.19
一年内到期的非流动负债	6.89	15.99	0.79	1.11
其他流动负债	0.00	0.00	5.00	7.03
非流动负债	27.69	64.23	44.38	62.38
长期借款	6.82	15.82	22.83	32.09
应付债券	20.87	48.41	20.95	29.45
负债总额	43.11	100.00	71.14	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

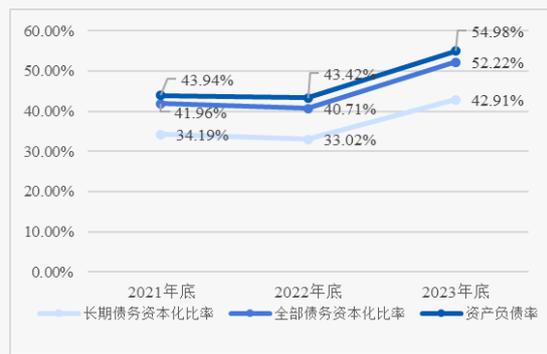
有息债务方面，本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算。截至 2023 年底，公司全部债务较上年底增长 65.07%，债务结构以长期债务为主，有息债务中债券占比为 32.91%，对债券融资依赖度一般。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底有所下降。整体来看，公司债务负担一般。

图表 15 • 2021—2023 年末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

图表 16 • 2021—2023 年末公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

从债务期限分布看，以截至 2023 年底全部债务数据为基础测算，公司将于一年内到期的有息债务合计 19.88 亿元，公司 2024 年面临一定的集中偿付压力。

(3) 盈利能力

2023 年，公司营业总收入小幅增长，政府补助对利润的贡献程度仍大，公司整体盈利指标表现强。

2023 年，公司营业总收入同比增长 13.16%；营业成本同比增长 7.56%；营业利润率同比上升 3.92 个百分点。

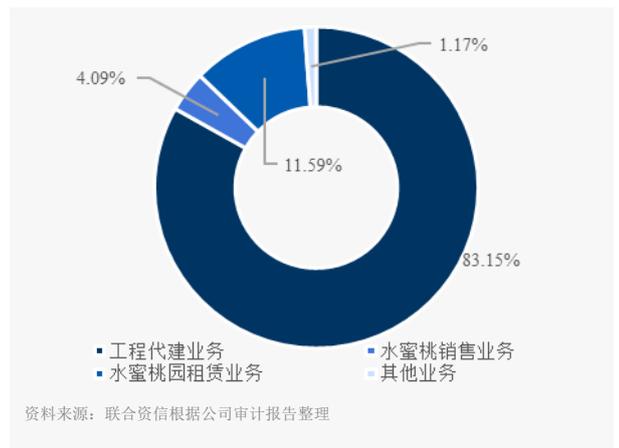
非经营性损益方面，2023 年，政府补助对公司利润总额贡献度高。公司整体盈利指标表现强。

图表 17 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
营业总收入	6.87	7.78
营业成本	5.48	5.89
期间费用	0.04	0.68
其他收益	1.17	1.24
利润总额	2.52	2.46
营业利润率 (%)	20.14	24.05
总资本收益率 (%)	2.30	2.07
净资产收益率 (%)	3.88	3.57

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

图表 18 • 2023 年公司营业总收入构成



资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(4) 现金流

2023 年，公司收入实现质量大幅下降，受往来款流入规模增加影响，经营活动现金流由净流出转为净流入。公司继续投入自营项目，投资活动现金流净流出规模有所收窄。公司筹资活动现金流净额由正转负。

图表 19 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	9.05	24.57
经营活动现金流出小计	13.87	19.87
经营活动现金流量净额	-4.82	4.70
投资活动现金流入小计	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	1.87	1.60
投资活动现金流量净额	-1.87	-1.60
筹资活动前现金流量净额	-6.68	3.10
筹资活动现金流入小计	11.18	29.55
筹资活动现金流出小计	8.28	33.44

筹资活动现金流量净额	2.90	-3.89
现金收入比 (%)	102.92	49.42

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

经营活动方面，2023年，公司经营活动现金流入量同比增长171.47%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金同比下降45.67%，主要系工程代建业务回款减少所致；同期，公司现金收入比下降至49.42%；公司收到其他与经营活动有关的现金仍主要为往来款，同比大幅增长947.81%。同期，公司经营活动现金流出同比增长43.26%，公司经营活动现金流由净流出转为净流入。公司现金收入比大幅下降至49.42%，收现质量大幅下降。

从投资活动看，2023年，公司无投资活动现金流入；投资活动现金流出同比下降14.22%，系对募投项目 and 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净流出规模小幅收窄。

2023年，公司筹资活动前现金流量净额由负转正。从筹资活动来看，2023年，公司筹资活动产生的现金流入量同比增长164.42%，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同比增长303.95%，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额由正转负。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现强，长期偿债指标表现较强。公司已无可用授信，备用资金不足，间接融资渠道亟待拓宽，存在一定的或有负债风险。

图表 20 • 公司偿债指标

项目	指标	2022年	2023年
短期偿债指标	流动比率 (%)	465.14	390.01
	速动比率 (%)	236.40	200.31
	现金类资产/短期债务 (倍)	0.26	0.70
长期偿债指标	EBITDA (亿元)	2.78	3.24
	全部债务/EBITDA (倍)	13.88	19.64
	EBITDA/利息支出 (倍)	1.76	1.56

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债指标看，截至2023年底，公司流动比率与速动比率较上年底有所下降，流动资产对流动负债的保障程度仍很强。截至2023年底，公司现金短期债务比有所提高。整体看，公司短期偿债指标表现强。

从长期偿债指标看，2023年，公司EBITDA同比增长16.62%，全部债务/EBITDA有所提高，EBITDA对利息的覆盖程度有所弱化。整体看，公司长期偿债指标表现较强。

截至2023年底，公司对外担保余额14.60亿元，担保比率为25.06%，被担保单位为区域内国有企业及其控股企业，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。

图表 21 • 截至2023年底公司对外担保情况 (单位：万元)

被担保单位	担保余额	担保开始日	担保结束日
无锡大美阳山建设发展有限公司	48000.00	2017/01/03	2026/03/15
无锡腾阳新城镇开发建设有限公司	5000.00	2023/01/05	2024/01/05
无锡润阳现代农业综合开发有限公司	58000.00	2020/06/15	2028/10/31
无锡新太阳农业发展有限公司	25000.00	2021/03/19	2028/09/17
无锡阳山新农业投资有限公司	5000.00	2023/12/01	2024/12/01
无锡阳山水蜜桃有限公司	5000.00	2023/12/20	2024/12/20
合计	146000.00	--	--

资料来源：公司审计报告

未决诉讼方面，截至2023年底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼。

截至 2023 年底，公司获得的银行授信额度为 29.61 亿元，已全部使用完毕，备用资金不足，公司间接融资渠道亟待拓宽。

3 公司本部主要变化情况

公司本部资产、负债和权益分别占合并口径的 73.58%、51.26%和 100.83%，营业总收入占合并口径的 91.11%，利润总额占合并口径的 111.77%。公司部分业务由子公司承担，公司对子公司在财务、人事任命、投融资等方面管控措施和条例未发生重大变化，公司对子公司管控能力仍很强。

（五）ESG 方面

公司注重安全生产与环保投入，积极履行作为国有企业的社会责任，治理结构和内控制度完善。整体来看，公司 ESG 表现一般，对其持续经营影响较小。

环境方面，公司工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至报告出具日，联合资信未发现公司发生安全责任事故，存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，同时，公司积极响应政府政策，体现了国企社会责任和担当。

治理方面，公司战略规划较为清晰，对下属子公司均具有很强的管控能力，且建立了完善的法人治理结构。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

公司控股股东及实际控制人具有很强的综合实力，公司作为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，在财政补助等方面继续获得有力的外部支持。

公司控股股东系惠源投资。惠源投资成立于 2015 年 3 月，惠山区国资办为其唯一股东和实际控制人。惠源投资是惠山区重要的保障房建设及基础设施建设主体，负责惠山区下辖街道及乡镇的保障房建设及其他基础设施建设业务，具有很强的综合实力。

公司实际控制人系惠山区国资办。惠山区是无锡市下辖区，2023 年，惠山区地区生产总值和一般公共预算收入均有所增长，分别为 1276.00 亿元和 121.27 亿元。截至 2023 年底，惠山区地方政府债务余额为 208.5 亿元，其中，一般债务 41.9 亿元，专项债务 171.6 亿元。整体看，公司实际控制人具有很强的综合实力。

公司作为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，业务保持区域专营优势。跟踪期内，公司继续在财政补助等方面获得有力的外部支持。

2023 年，公司收到政府补助 1.23 亿元，计入“其他收益”科目。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、债券偿还能力分析

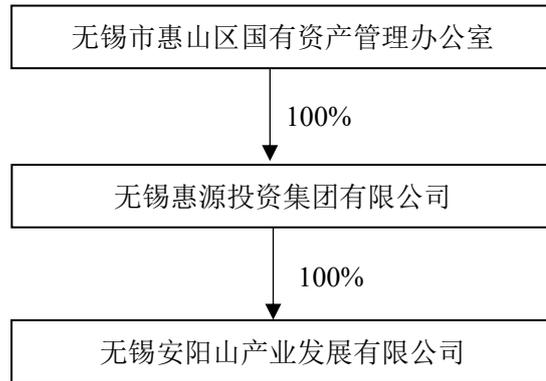
截至报告出具日，公司由联合资信评定的存续担保债券为“21 锡阳山债/21 阳山债”，债券余额 6.00 亿元，由中证担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

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。

九、跟踪评级结论

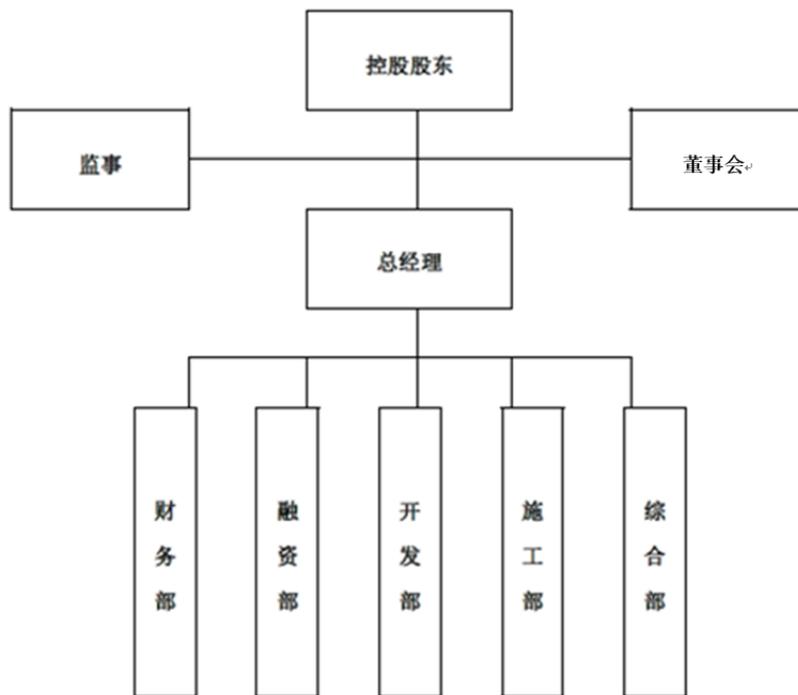
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“21 锡阳山债/21 阳山债”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2023 年底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司一级子公司情况（截至 2023 年底）

子公司名称	主营业务	持股比例（%）		取得方式
		直接	间接	
无锡天澜产业开发建设有限公司	农业基础设施开发	100.00	--	受让
无锡太湖阳山水蜜桃科技有限公司	水蜜桃及其它农产品的种植与销售	51.00	--	受让
无锡蔚阳综合开发有限公司	企业资产的收购、重组与转让	100.00	--	受让
无锡舒阳综合开发有限公司	农村民间工艺品、休闲农业和乡村旅游开发等	100.00	--	设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	8.49	2.83	13.93
应收账款（亿元）	1.15	1.79	5.86
其他应收款（亿元）	35.08	31.77	33.36
存货（亿元）	25.67	35.28	50.76
长期股权投资（亿元）	0.16	0.16	0.16
固定资产（亿元）	1.28	1.21	1.67
在建工程（亿元）	14.09	15.69	12.22
资产总额（亿元）	96.32	99.29	129.39
实收资本（亿元）	8.00	8.00	8.00
少数股东权益（亿元）	0.15	0.15	0.16
所有者权益（亿元）	54.00	56.17	58.26
短期债务（亿元）	10.98	10.87	19.88
长期债务（亿元）	28.05	27.69	43.78
全部债务（亿元）	39.03	38.57	63.66
营业总收入（亿元）	6.61	6.87	7.78
营业成本（亿元）	5.23	5.48	5.89
其他收益（亿元）	1.10	1.17	1.24
利润总额（亿元）	2.27	2.52	2.46
EBITDA（亿元）	2.60	2.78	3.24
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.97	7.07	3.84
经营活动现金流入小计（亿元）	12.02	9.05	24.57
经营活动现金流量净额（亿元）	4.56	-4.82	4.70
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.62	-1.87	-1.60
筹资活动现金流量净额（亿元）	10.29	2.90	-3.89
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.87	4.65	2.03
存货周转次数（次）	0.20	0.18	0.14
总资产周转次数（次）	0.07	0.07	0.07
现金收入比（%）	135.64	102.92	49.42
营业利润率（%）	20.65	20.14	24.05
总资本收益率（%）	2.11	2.30	2.07
净资产收益率（%）	3.64	3.88	3.57
长期债务资本化比率（%）	34.19	33.02	42.91
全部债务资本化比率（%）	41.96	40.71	52.22
资产负债率（%）	43.94	43.42	54.98
流动比率（%）	493.23	465.14	390.01
速动比率（%）	313.44	236.40	200.31
经营现金流动负债比（%）	31.94	-31.23	17.58
现金短期债务比（倍）	0.77	0.26	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	1.82	1.76	1.56
全部债务/EBITDA（倍）	15.02	13.88	19.64

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2.本报告合并口径将其他流动负债带息部分纳入短期债务核算；3.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，单位均指人民币

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	3.74	2.02	1.34
应收账款（亿元）	1.04	1.68	5.72
其他应收款（亿元）	41.76	42.05	27.22
存货（亿元）	24.39	28.55	32.13
长期股权投资（亿元）	1.38	3.38	7.95
固定资产（亿元）	0.02	0.01	0.02
在建工程（亿元）	14.08	15.67	12.16
资产总额（亿元）	95.13	101.90	95.21
实收资本（亿元）	8.00	8.00	8.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	54.22	56.37	58.74
短期债务（亿元）	10.03	8.98	1.50
长期债务（亿元）	24.08	22.87	23.52
全部债务（亿元）	34.11	31.85	25.02
营业总收入（亿元）	6.37	6.42	7.09
营业成本（亿元）	5.05	5.09	5.58
其他收益（亿元）	1.10	1.10	1.24
利润总额（亿元）	2.34	2.50	2.75
EBITDA（亿元）	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	8.69	5.81	3.09
经营活动现金流入小计（亿元）	12.37	10.05	19.17
经营活动现金流量净额（亿元）	0.91	2.84	7.64
投资活动现金流量净额（亿元）	-9.08	-3.60	-3.94
筹资活动现金流量净额（亿元）	8.82	0.84	-4.43
财务指标			
销售债权周转次数（次）	2.91	4.71	1.91
存货周转次数（次）	0.20	0.19	0.18
总资产周转次数（次）	0.07	0.07	0.07
现金收入比（%）	136.36	90.40	43.54
营业利润率（%）	20.68	20.63	21.16
总资本收益率（%）	2.30	2.44	2.83
净资产收益率（%）	3.75	3.83	4.04
长期债务资本化比率（%）	30.75	28.86	28.59
全部债务资本化比率（%）	38.62	36.10	29.87
资产负债率（%）	43.01	44.68	38.30
流动比率（%）	421.30	327.95	515.78
速动比率（%）	276.41	201.93	267.53
经营现金流动负债比（%）	5.38	12.51	59.01
现金短期债务比（倍）	0.37	0.23	0.89
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2.“/”代表数据未获得；因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算
 资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

附件 3 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%
营业总收入年复合增长率	(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	
总资产收益率	(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 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

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 4-3 评级展望设置及含义

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