

聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司

2020 年城市停车场建设 专项债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告
遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核
查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组
织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评
级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信
用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化
情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】第 Z
【641】号 03

分析师

姓名：
丁楠 张颜亭

电话：
010-66216006

邮箱：
dingn@cspengyuan.com

评级日期：
2020年3月27日

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
城投公司信用评级方
法，该评级方法已披露
于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司 2020年城市停车场建设专项债券信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过8亿元

评级展望：稳定

债券期限：7年

增信方式：保证担保

担保主体：武汉信用风险管理融资担保有限公司

债券偿还方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年分
别偿还本金的20%

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对聊城市安泰城乡投资开
发有限责任公司（以下简称“聊城安泰”或“公司”）本次拟发行总额不超过8亿元城市
停车场建设专项债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为AA+，该级别反映了本期债
券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司外部运营环境较好，为其发展
提供了良好基础，公司业务可持续性较好，未来收入较有保障，公司获得外部的大力支持，
此外，武汉信用风险管理融资担保有限公司¹（以下简称“武汉信用”或“担保方”）提供
的保证担保有效提升了本期债券的安全性；同时中证鹏元也关注到了公司资产流动性较
弱，其他应收款存在一定的回收风险，公司面临较大的资金压力和偿债压力等风险因素。

正面：

- 外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。近年聊城市东昌府区经济持续增长，2016-2018年分别实现地区生产总值297.25亿元、325.24亿元和346.25亿元，按可比价格计算，分别同比增长7.6%、7.8%和6.1%，为公司发展提供了良好的基础。
- 公司未来收入较有保障。截至2018年末，公司尚未确认收入的拆迁项目已投资51.00亿元、开发成本40.29亿元，主要在建拆迁安置项目尚需投资156.02亿元，业务可持续性较好，未来收入较有保障。
- 公司获得外部的大力支持。2016-2018年，公司分别获得政府补贴1.97亿元、1.14

¹ 武汉信用原名武汉信用风险管理有限公司，于2020年1月3日更名为武汉信用风险管理融资担保有限公司。

亿元和 1.40 亿元，较大程度提升了公司的利润水平。

- **第三方保证担保能有效提升本期债券的安全性。**武汉信用业务发展情况较好，经中证鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为 AA+，其为本期债券提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保能有效提升本期债券的信用水平。

关注：

- **公司资产流动性较弱。**公司资产主要以存货及其他应收款为主，其中存货为待确认的拆迁成本、土地整理成本及开发成本，2018 年末存货占总资产比重为 64.27%，其他应收款占总资产比重为 13.06%，账龄在一年以上的占比 66.35%，未来回收时间存在不确定性，对公司资金形成占用，公司资产整体流动性较弱。
- **其他应收款存在一定回收风险。**截至 2018 年末，公司其他应收款在总资产中占比 13.06%，前五大其他应收款余额为 13.91 亿元，其中应收民企借款余额为 8.94 亿元，占其他应收款的比例为 45.65%，且未计提坏账准备，存在一定的回收风险。
- **公司经营活动现金流表现较差，存在较大的资金压力。**2016-2018 年公司经营活动现金分别净流出 16.26 亿元、6.39 亿元以及 8.22 亿元，经营现金流表现较差，截至 2018 年末，公司主要在建拆迁安置项目后续尚需投资 156.02 亿元，拟建本期债券募投项目尚需投资 8.44 亿元，存在较大的资金压力。
- **公司资产负债率有所上升，有息债务规模较大，偿债压力较大。**截至 2018 年末，公司资产负债率为 69.62%，较 2016 年末上升 10.22 个百分点；有息债务为 66.92 亿元，占负债总额的 64.11%；EBITDA 利息保障倍数为 1.12，公司面临较大的偿债压力。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	1,499,574.33	1,177,777.64	1,006,950.85
所有者权益	455,630.07	429,328.07	408,818.13
有息债务	669,243.07	467,948.28	468,256.85
资产负债率	69.62%	63.55%	59.40%
现金短期债务比	7.43	-	-
营业收入	94,735.44	93,162.77	78,469.52
其他收益	13,980.58	11,430.00	0.00

利润总额	21,716.47	20,509.93	28,983.00
综合毛利率	19.40%	12.10%	13.77%
EBITDA	29,125.06	25,055.64	33,336.69
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.52	7.92
经营活动现金流净额	-82,177.51	-63,917.18	-162,608.53
收现比	1.03	1.25	1.52

资料来源：2016 年数据采用 2017 年审计报告的期初数；2017 年数据采用 2018 年审计报告的期初数

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

武汉信用主要财务指标（单位：万元）

项目	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	3,967,273.55	3,791,157.27	3,581,993.91
所有者权益合计	1,393,438.18	1,296,093.75	1,143,880.51
担保余额（亿元）	42.93	58.65	116.51
风险准备金覆盖率	2.40%	2.69%	3.00%
融资担保放大倍数	0.31	0.45	1.02
当期担保代偿率	0.00%	1.47%	1.54%

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为2009年9月8日经聊城市东昌府区人民政府《关于组建聊城市东昌府区安泰城乡投资开发有限责任公司的通知》（东昌政发[2009]99号）批准设立的国有企业，初始注册资本10,000万元，由聊城市东昌府区国有资产管理局以货币出资。2013年公司股东多次增资，并于2013年12月19日变更为现名。截至2019年6月末，公司注册资本为100,000万元人民币，聊城市东昌府区国有资产管理局为公司唯一股东，公司实际控制人为聊城市东昌府区人民政府。

公司作为聊城市东昌府区重要的投资开发建设主体，以保障性住房项目的拆迁安置为主营业务，承担东昌府区保障性住房项目的投融资、实施与运营。截至2018年末，公司纳入合并报表范围的子公司共11家，具体情况如下。

表1 截至2018年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
鹏铭(中国)融资租赁有限公司	75.00%	30,000.00	融资租赁业务
山东晟泓农村开发建设有限公司	100.00%	30,000.00	休闲农业开发服务，农村观光旅游项目规划、建设、运营
聊城市民安置业有限公司	52.63%	22,800.00	房地产开发经营
聊城市清山环保科技有限公司	100.00%	10,000.00	污水处理
聊城安鑫砼业有限公司	51.00%	8,903.00	商品混凝土、水泥预制件生产、销售
聊城市龙安节能建材有限责任公司	60.00%	6,000.00	蒸压加气混凝土砌块及保温砌块、粉煤灰砖生产、销售
聊城市安云捷泰商贸有限公司	80.00%	5,000.00	机床、机械配件、机电产品、预包装食品、农副产品等销售
山东葛泰环保科技有限公司	100.00%	5,000.00	环保工程、园林绿化工程
山东鲁浩市政工程有限公司	90.00%	3,000.00	市政工程、建筑工程钢构安装工程
聊城市东昌府区安华香泰装饰工程有限公司	51.00%	1,000.00	门窗生产销售
聊城市江泰园区运营管理有限公司	100.00%	800.00	园区运营管理

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

二、本期债券概况

债券名称：2020年聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司城市停车场建设专项债券；

发行总额：不超过8亿元；

债券期限：7年期固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，分次还本，在债券存续期的第3年至第7年末每年分别偿还本金的20%；

增信方式：武汉信用为本期债券提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过8.0亿元，其中4.8亿元拟用于东昌府区停车场建设项目，3.2亿元拟用于补充营运资金。资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
聊城市东昌府区停车场建设项目	84,366.70	48,000.00	56.89%
补充营运资金	-	32,000.00	-
合计	84,366.70	80,000.00	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

1、项目基本情况及建设进度

东昌府区停车场建设项目主要建设内容为停车场及配套商业的建设。项目总面积31.75万平方米，其中停车场面积27.25万平方米，配套商业面积4.5万平方米，项目建成后可提供9,083个停车位和900个充电桩。

该项目由公司投资建设，估算总投资 8.44 亿元，拟使用本期债券募集资金 4.80 亿元，占项目总投资的 56.89%，其余资金自筹解决。项目建设期 2 年，运营期 18 年。目前，该项目处于施工准备阶段，截至 2019 年 6 月末，项目尚未有资金投入。

2、项目审批情况

截至目前，该项目的审批情况如下：

表3 募投项目审批文件

序号	文件名称	文号	发文机关	发文时间
1	《关于对聊城市安泰城乡投资开发有限公司聊城市东昌府区停车场建设项目的备案证明》	-	聊城市东昌府区行政审批服务局	2019.12.12
2	《建设项目环境影响登记表》	201937150200001708	-	2019.7.29
3	《关于对聊城市东昌府区停车场建设项目是否符合城乡规划和土地利用规划的意见函》	东昌自然资规[2020]1号	聊城市自然资源和规划局东昌府分局	2020.1.16

4	《社会稳定风险评估报备表》	-	-	2019.7.18
5	《不单独进行节能审查的固定资产投资项能耗说明和节能承诺》	-	-	2019.6.20
6	《东昌府区人民政府关于授予聊城市东昌府区停车场建设项目特许经营权的批复》	东昌政复[2020]5号	聊城市东昌府区人民政府	2020.1.10

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

3、项目收益情况

本期债券募投项目的经营主体为公司，根据山东恒和工程咨询有限公司出具的《聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司东昌府区停车场建设项目申请报告》，在本期债券存续期内，预计该项目可实现收入 86,797.35 万元，扣除经营成本及税金及附加后可产生净收益 59,725.96 万元。考虑到项目建设周期较长，车位及商业配套的销售、出租情况以及其他收入情况受当地经济发展、政府规划及招商引资情况影响较大，项目能否按期完工及未来能否实现预计收益均存在一定不确定性。

表4 募投项目债券存续期收益测算表（单位：万元）

项目	第1年	第2年	第3年	第4年	第5年	第6年	第7年	合计
营业收入	-	-	21,341.59	17,016.08	17,618.58	17,974.71	12,846.39	86,797.35
车位出售	-	-	4,896.00	3,264.00	3,264.00	3,264.00	1,632.00	16,320.00
车位出租（短租）	-	-	1,927.68	2,075.90	2,224.13	2,372.35	2,372.35	10,972.41
车位出租（长租）	-	-	1,668.06	1,772.28	1,876.50	1,980.72	1,980.72	9,278.28
直流充电桩出租收入	-	-	414.72	518.40	622.08	725.76	829.44	3,110.40
商业配套出售	-	-	10,800.00	7,200.00	7,200.00	7,200.00	3,600.00	36,000.00
商业配套出租	-	-	739.13	985.50	1,231.88	1,231.88	1,231.88	5,420.27
不锈钢广告牌收入	-	-	576.00	720.00	720.00	720.00	720.00	3,456.00
传媒广告牌收入	-	-	320.00	480.00	480.00	480.00	480.00	2,240.00
经营成本	-	-	754.31	711.06	717.08	720.65	669.36	3,572.46
增值税、税金及附加、企业所得税	-	-	5,665.80	4,408.96	4,785.68	5,080.73	3,557.76	23,498.93
项目净收益	-	-	14,921.47	11,896.07	12,115.82	12,173.33	8,619.27	59,725.96

资料来源：《聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司东昌府区停车场建设项目申请报告》，中证鹏元整理

四、外部运营环境

（一）宏观经济和政策环境

我国经济运行稳中向好，疫情短期加大经济下行压力，宏观政策强化逆周期调节，基础设施建设投资增速有望反弹

面对复杂严峻的国际环境和艰巨繁重的改革发展稳定任务，我国以供给侧结构性改革为主线，着力深化改革开放，扎实做好“六稳”工作，坚决打好三大攻坚战，使得经济运行保持平稳和持续健康发展。2017-2019年，我国国内生产总值（GDP）从82.08万亿元增长至99.09万亿元，各年分别增长6.8%、6.6%、6.1%。经济结构调整成效显著，新经济持续较快发展。近三年，战略性新兴产业增加值分别增长11.0%、8.9%、8.4%，高于同期工业增加值增长率；战略性新兴产业营业收入分别增长17.3%、14.6%、12.7%。

但是我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，“三期叠加”影响持续深化，经济下行压力加大。当前世界经济增长持续放缓，仍处在国际金融危机后的深度调整期，全球动荡源和风险点显著增多。2019年末爆发的COVID-19疫情，更加重了国内外经济风险。供给端，受交通管制和延迟复工影响，劳动力要素和生产资料流通受阻。需求端，恐慌情绪、社会活动管制和收入下降广泛冲击居民消费需求；传统企业订单减少，制造业投资更加低迷；房企销售回款放缓加剧现金流压力，房地产开发投资意愿和能力下降。中证鹏元预计，此次疫情大概率拉低我国全年经济增长率0.5个百分点，2020年GDP增长率为5.5%。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。其中，实施大规模的减税降费、大幅度增加地方政府专项债券规模、优化财政支出结构和压缩一般性支出是财政政策的主要举措。受此影响，近年财政支出增速高于财政收入增速。2020年，在政策方向不变和疫情影响下，财政赤字率预计将进一步升高。

基建投资可发挥“稳定器”作用，但近年并未明显发力。2018-2019年，基础设施建设投资（不含电力）增速均为3.8%，处于历史低位。资金端，有限的财政投入导致财政资金的乘数效应无法体现，防范地方政府债务风险的政策进一步限制融资渠道。资产端，交通、水利和市政等传统基础设施已经“饱和”，优质项目短缺。通信网络等新型基础设施建设投资增长较快，但规模相对较小，难以支撑整体基建体量。

为兼顾稳增长和调结构，全国提前下达的2020年新增地方政府债务限额1.85万亿元，同比增长32.95%；其中专项债新增限额1.29万亿，同比增长59.26%，并允许专项债资金用于项目资本金比例提高至该省专项债规模的20%。同时，禁止专项债用于棚户区、土储等领域，部分领域的最低资本金比例由25%调整为20%，引导资金投向“短板”和新型基建，优化投资结构。疫情发生后，已规划项目将加快投资进度，公共卫生服务领域的投入也有望大幅增长。2020年，基础设施建设投资预计将会回暖，但考虑到防范地方政府债务风险的大背景未变，反弹力度有限。

自2014年43号文明确提出加强地方政府性债务管理以来，国家出台多项政策完善和

落实地方政府性债务管理制度，推进城投公司市场化转型，逐步规范城投行业发展。2018年下半年以来，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善

2014年10月，国务院发布《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”），明确提出规范地方政府性债务，规定地方政府不得借助企事业单位进行融资，拉开了中央政府规范和控制地方政府债务的序幕。后续相关政策延续43号文精神，在此总框架下，对地方政府性债务管理制度进一步完善和逐步落实。2015年2月，发展改革委下发《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》，提出企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务，对城投公司发债进行严格管理。

此后，随着经济下行压力的增大，政策上一定程度放松了对融资平台发债的限制。2015年5月，发改办财金[2015]1327号文鼓励企业发债为七大类重大投资工程包、六大领域消费工程项目融资，并不受发债企业数量指标的限制，同时打通县域企业发债通道。2016年，国家出台多项政策，推动城投公司深化改革，引导城投行业加快转型，逐步规范城投行业发展。

2017年至2018年上半年，随着城投行业监管政策密集发布，国家对城投公司的监管日趋严格，主要表现为加快剥离融资平台的政府融资职能，削弱地方政府对城投公司的支持力度，限制城投公司融资能力并约束其融资行为，推动城投公司举债机制的规范化和市场化转型。2017年5月，财政部、发展改革委等六部委发布《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》（财预[2017]50号），重申了地方政府不得将公益性资产、储备土地注入融资平台公司，不得为融资平台公司提供任何形式的担保，并严禁地方政府利用PPP变相举债、承诺回收本金等行为。6月，财政部发布《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》（财预[2017]87号），严格规范政府购买服务，杜绝通过政府购买服务进行变相融资。2018年2月，发展改革委、财政部联合发布《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》（发改办财金[2018]194号，以下简称“194号文”），明确表达了“形成合力、防范风险、规范市场”的监管态度，严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产，不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩，严格PPP模式适用范围，严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资。3月，财政部发布《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》（财金[2018]23号），从出资人问责角度，严堵地方违规融资。

2018年下半年，随着保持基础设施领域补短板力度、保障城投公司合理融资需求相

关政策的出台，城投公司融资环境在一定程度上有所改善。7月，国务院常务会议提出支持扩内需调结构促进实体经济发展，确定围绕补短板、增后劲、惠民生推动有效投资的措施，引导金融机构按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，对必要的在建项目要避免资金断供、工程烂尾。10月，国务院下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》（国办发[2018]101号），明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度；金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上，按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求；在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转；支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2019年仍延续2018年下半年的政策定调，2019年3月政府工作报告中指出，要妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。同月，财政部发布《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金[2019]10号），表明要切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务，明确PPP项目“正负面”清单，禁止本级政府所属融资平台作为社会资本参与本级PPP项目。6月，中共中央办公厅、国务院办公厅联合发布《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》（以下简称“《通知》”），指出要合理保障必要在建项目后续融资，在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；另一方面，《通知》指出，严禁项目单位以任何方式新增隐性债务，市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位。2019年末爆发COVID-19疫情，债券市场各监管部门均陆续出台相关政策支持债券市场正常运转以及相关主体的融资安排，开辟债券发行“绿色通道”，支持参与疫情防控企业债券发行，城投公司作为地方基础设施建设主体，在疫情期间亦承担了较多疫情防控工作，城投公司直接融资渠道在政策加持下得到进一步疏通。

表5 近年城投行业主要政策梳理

发布时间	政策文件	发布机构	主要内容
2014年10月	《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发[2014]43号）	国务院	明确提出建立地方政府性债务管理机制，加快建立规范的地方政府举债融资机制，化解地方政府性债务风险
2015年2月	《关于进一步改进和规范企业债券发行工作的几点意见》	发展改革委	明确企业发行企业债券应实现企业信用和政府性债务、政府信用的隔离，不能新增政府债务；鼓励各地扩大项目收益债、永续期债券等创新品种规模
2015年5月	《关于充分发挥企业	发展改革委	明确以企业自身信用为基础发行企业债券融资，

	债券融资功能支持重点项目建设促进经济平稳较快发展的通知》(发改办财金[2015]1327号)		不能新增地方政府债务。鼓励重点领域项目融资、放宽城投企业发债数量限制、降低企业债券发行门槛、提高区域经济和债券风险迹象预警线等
2016年2月	《关于规范土地储备和资金管理等相关问题的通知》(财综[2016]4号)	财政部、国土资源部、中国人民银行、银监会	进一步规范土地储备行为,严禁各类城投公司等其他机构从事新增土地储备工作,鼓励通过政府购买方式实现储备土地前期开发工作
2016年7月	《关于深化投融资体制改革的意见》(中发[2016]18号)	中共中央、国务院	限定政府投资主要范围,限定政府出资方式,引导融资平台市场化运作,鼓励发展直接融资
2017年5月	《关于进一步规范地方政府举债融资行为的通知》(财预[2017]50号)	财政部、发展改革委、司法部、中国人民银行、银监会、证监会	全面组织开展地方政府融资担保清理整改工作、切实加强融资平台公司融资管理、规范政府和社会资本方的合作行为、进一步健全规范的地方政府举债融资机制、建立跨部门联合检测和防控机制
2017年6月	《关于坚决制止地方以政府购买服务名义违法违规融资的通知》(财预[2017]87号)	财政部	坚持政府购买服务改革导向的同时,严格限定政府购买服务的范围,严禁利用或虚构政府购买服务合同违法违规融资
2017年11月	《关于规范政府和社会资本合作(PPP)综合信息平台项目库管理的通知》(财办金[2017]92号)	财政部	严格新PPP项目入库标准,清理已入库PPP项目
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》(发改办财金[2018]194号)	发展改革委、财政部	严禁将公益性资产及储备土地使用权计入申报企业资产,不得将申报企业信用与地方政府信用挂钩,严格PPP模式适用范围,严禁采用PPP模式违法违规或变相举债融资
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》(财金[2018]23号)	财政部	明确除了购买地方政府债券外,不得直接或通过地方国企等提供任何形式的融资,不得违规新增地方融资平台公司贷款,不得要求地方政府违规提供担保或承担偿还责任,不得提供债务性资金作为地方建设项目、政府投资基金或PPP资本金
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》(国办发[2018]101号)	国务院	明确指出要加大对在建项目和补短板重大项目的金融支持力度;金融机构要在采取必要风险缓释措施的基础上,按照市场化原则保障融资平台公司合理融资需求;在不增加地方政府隐性债务规模的前提下,对存量隐性债务难以偿还的,允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转;支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业,依法合规承接政府公益性项目,实行市场化经营、自负盈亏,地方政府以出资额为限承担责任
2019年3月	政府工作报告	国务院	鼓励采取市场化方式,妥善解决融资平台到期债务问题,不能搞“半拉子”工程
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》	财政部	切实防控假借PPP名义增加地方政府隐性债务;禁止政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益;明确禁

	(财金[2019]10号)		止本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级 PPP 项目
2019年6月	《关于做好地方政府专项债发行及项目配套融资工作的通知》	中共中央办公厅、国务院办公厅	合理保障必要在建项目后续融资。在严格依法解除违法违规担保关系基础上，对存量隐性债务中的必要在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险前提下与金融机构协商继续融资；市场化转型尚未完成、存量隐性债务尚未化解完毕的融资平台公司不得作为项目单位；严禁项目单位以任何方式新增隐性债务

资料来源：各政府部门网站，中证鹏元整理

(二) 区域环境

聊城市及东昌府区经济保持增长，但经济增速放缓

聊城地处山东省西部，临河南、河北，位于华东、华中、华北三大区域交界处，黄河与京杭大运河在此交汇。聊城是京九铁路与胶济铁路、胶济邯铁路、济郑高铁在山东省内的交汇点，是横跨冀鲁豫三省的交通物流枢纽。全市总面积8,715平方公里，下辖8个县(市、区)和国家级经济技术开发区、高新技术产业开发区、江北水城旅游度假区3个市属开发区。截至2017年末，全市常住人口为639.69万人。

从经济总量来看，近年聊城市地区生产总值保持稳步增长，2016-2018年分别实现地区生产总值2,859.18亿元、3,064.06亿元和3,152.15亿元，按可比价格计算，分别同比增长7.3%、7.5%和5.4%，2018年增速有所放缓。分产业来看，2018年，聊城市第一产业实现增加值310.92亿元，同比增长3.4%，第二产业实现增加值1,547.50亿元，同比增长3.4%，第三产业实现增加值1,293.73亿元，同比增长8.5%，三次产业结构比例由2016年的11.8:49.5:38.7调整为9.9:49.1:41.0，聊城市经济以二、三产业为主。

从拉动地区经济增长的三大要素来看，2016-2017年全市固定资产投资分别为2,357.60亿元和2,470.14亿元，分别同比增长12.2%和10.7%，但2018年聊城市固定资产投资有所减少，同比下降4.3%；近年全市社会消费品零售总额保持增长，但增速逐年下降；进出口总额保持增长，但增速波动较大。近三年聊城市各项存款余额和贷款余额均呈不断增长趋势。

表6 聊城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	3,152.15	5.4%	3,064.06	7.5%	2,859.18	7.3%
第一产业增加值	310.92	3.4%	353.00	4.2%	338.11	4.4%
第二产业增加值	1,547.50	3.4%	1,514.08	6.8%	1,414.66	6.2%
第三产业增加值	1,293.73	8.5%	1,196.98	9.3%	1,106.41	9.6%

固定资产投资	-	-4.3%	2,470.14	10.7%	2,357.60	12.2%
社会消费品零售总额	1,334.35	7.7%	1,278.83	9.0%	1,173.10	10.7%
进出口总额	489.56	5.7%	456.79	22.5%	370.44	18.1%
存款余额	3,489.10	7.5%	3,246.61	7.1%	3,032.50	17.0%
贷款余额	2,445.29	6.1%	2,305.44	8.2%	2,130.40	13.8%
人均 GDP (元)	-	-	50,526.19		-	
人均 GDP/全国人均 GDP	-	-	85.35%		-	

注：“-”表示数据未公告

资料来源：2016-2018年聊城市国民经济和社会发展统计公报及2017-2018年聊城市统计年鉴，中证鹏元整理

2018年聊城市实现公共财政收入194.27亿元，同比增长12.8%，其中税收收入145.21亿元，同比增长8.1%，占当期公共财政收入的比重为74.75%；实现政府性基金收入168.05亿元，同比增长59.2%。同期聊城市公共财政支出为409.21亿元，同比增长7.5%，财政自给率为47.47%。

东昌府区是聊城市委、市政府驻地，位于聊城市中部，全区辖16个乡（镇、街道），831个行政村（社区），总面积1,054平方公里。从产业发展来看，东昌府区以钢材钢管、轴承及保持器、农副产品加工、纺织服装、化工建材等为支柱产业；从区位优势看，东昌府区处于京九、济邯铁路和济聊馆高速公路这个黄金十字架的交汇点上，是山东西部重要交通枢纽。

2016-2018年东昌府区分别实现地区生产总值297.25亿元、325.24亿元和346.25亿元，按可比价格计算，分别同比增长7.6%、7.8%和6.1%。分产业看，2018年东昌府区实现第一产业增加值29.32亿元，同比增长3.2%；第二产业增加值143.6亿元，同比增长6.6%；第三产业增加值173.33亿元，同比增长6.1%。三次产业结构比例由2016年的11.77:40.80:47.42调整为2018年的8.47:41.47:50.06，2018年东昌府区人均GDP与全国人均GDP比值为59.41%，低于全国平均水平。2016-2017年东昌府区固定资产投资高速增长，是当年经济增长的重要动力；2016-2018年东昌府区社会消费品零售总额持续增长，但增速有所回落。

表7 东昌府区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	346.25	6.1%	325.24	7.8%	297.25	7.6%
第一产业增加值	29.32	3.2%	38.20	4.8%	35.00	4.5%
第二产业增加值	143.60	6.6%	130.42	7.7%	121.29	8.1%
第三产业增加值	173.33	6.1%	156.62	8.6%	140.96	8.0%
固定资产投资	-	-	278.13	16.1%	261.26	14.3%

社会消费品零售总额	261.50	6.4%	250.52	8.6%	230.77	11.6%
人均 GDP（元）	38,408.21		36,125.74		33,082.92	
人均 GDP/全国人均 GDP	59.41%		60.55%		61.29%	

注：1.2018 年东昌府区第一产业增加值为新口径；

2. “-” 表示数据未公告。

资料来源：聊城市东昌府区统计局，中证鹏元整理

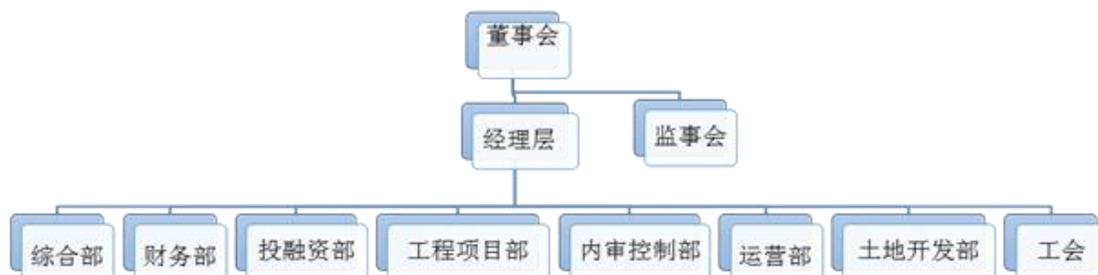
2018年聊城市东昌府区实现公共财政收入36.77亿元，同比增长5.0%，其中税收收入30.21亿元，同比增长6.3%，占当期公共财政收入的比重为82.16%；实现政府性基金收入352万元，同比减少23.3%。同期聊城市东昌府区公共财政支出为40.16亿元，同比增长5.5%，财政自给率为89.33%。

五、公司治理与管理

公司依据《中华人民共和国公司法》及有关法律、法规的规定制定了《公司章程》。按照《公司章程》的规定，公司建立了法人治理结构。

公司不设立股东会，股东聊城市东昌府区国有资产管理局为公司的权力机构。公司设董事会，其成员为七人，任期三年，设董事长一人，由股东从董事会成员中指定，非职工代表董事由股东任命，职工代表董事由公司职工代表大会选举产生。公司设立监事会，其成员为五人，任期三年，其中职工代表监事两人。非职工代表监事由董事会选举产生，职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生。监事会设主席一名，由全体监事过半数选举产生。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘，经理对董事会负责，负责公司的日常经营和管理。公司根据职能定位、业务特点等情况设置了工程项目、土地开发、投融资、财务、运营等部门，具体如下所示：

图1 截至2019年6月末公司组织结构图



资料来源：公司提供

六、经营与竞争

公司作为聊城市东昌府区重要的投资开发建设主体，承担东昌府区基础设施建设和保障性住房项目的投融资、实施与运营职责。近年公司收入来源以拆迁安置项目和土地整理收入为主。公司商业租赁业务毛利率较高，对公司收入、利润形成补充。2018年公司新增房屋销售业务，主要为剩余回迁房的销售；新增商品销售业务，主要销售混凝土、钢材及黑面粉。近年公司主营业务收入构成和毛利率情况如下表所示。

表8 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
拆迁安置项目	38,788.42	12.64%	29,413.60	12.50%	74,788.65	13.19%
土地整理	36,643.38	10.95%	60,128.62	11.17%	0.00	-
商业租赁	2,551.11	100.00%	3,620.55	24.44%	3,680.87	25.68%
房屋销售	12,148.89	50.65%	0.00	-	0.00	-
商品销售	4,409.77	15.01%	0.00	-	0.00	-
合计	94,541.57	19.34%	93,162.77	12.10%	78,469.52	13.77%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司拆迁安置项目收入波动明显，目前主要在建项目规模较大，未来收入较有保障，但仍需投入较多资金，公司面临较大的资金压力

公司作为聊城市东昌府区重要的投资开发建设主体，保障性住房项目的拆迁安置为公司的主要业务。公司按照东昌府区政府整体棚户区改造规划对拟改造区域进行拆迁安置，对拆迁户的补偿方式为现金补偿和以现金为计量基础的房屋补偿。拆迁安置补偿工作完成后，根据公司与聊城市东昌府区财政局签订的《投资建设开发协议》，东昌府区财政局按照公司实际发生成本加成10%-15%后返还公司，公司据此确认拆迁安置项目收入。另外，公司与聊城市东昌府区住房与城乡建设局签订了《战略合作框架协议书》，由公司负责棚改项目的建设实施。

近年公司完成拆迁安置项目主要包括王宅项目、谷庄项目、后街项目、侯营项目及北关项目等，2016-2018年分别实现拆迁安置项目收入7.48亿元、2.94亿元以及3.88亿元，受结算进度影响，收入有所波动，毛利率分别为13.19%、12.50%及12.64%，整体较为稳定。

表9 2016-2018年公司拆迁项目补偿情况（单位：户、万元）

期间	项目名称	拆迁户数	总投资		
			房屋补偿	现金补偿	合计

2018 年	王宅	7	162.02	15.61	177.63
	陈庄	41	978.84	96.93	1,075.77
	崔庄	7	159.19	15.84	175.03
	北关	6	160.05	15.89	175.94
	后街	115	2,626.89	259.81	2,886.70
	五环工程嘉明段	72	1,759.54	175.26	1,934.80
	谷庄	105	2,452.29	242.91	2,695.20
	双庙	64	1,535.03	151.82	1,686.85
	柳园南路	23	556.35	55.14	611.49
	棉种厂	110	2,566.50	253.83	2,820.33
	古城北停车场	3	9,127.83	902.17	10,030.00
	侯营	241	5,643.40	557.29	6,200.69
	白庄	357	3,106.71	306.68	3,413.39
	合计	1,151	30,834.63	3,049.18	33,883.81
	2017 年	王宅	16	2,443.08	26.92
王屯		21	0.00	3,208.35	3,208.35
陈庄		2	0.00	217.85	217.85
闫庄		2	0.00	268.22	268.22
徒骇河		1	0.00	19.28	19.28
何官屯		16	2,657.34	42.09	2,699.43
崔庄		15	2,079.76	83.23	2,162.99
北关		24	3,713.65	83.72	3,797.37
运河五期		1	0.00	99.71	99.71
湖南湖		1	0.00	57.66	57.66
后街		11	1,500.79	166.76	1,667.55
五环工程南外环凤凰段		30	4,232.49	186.88	4,419.37
松桂路		1	0.00	47.53	47.53
海源路		4	0.00	512.05	512.05
棚户区改造办公室		-	0.00	500.00	500.00
财干路墩台王		24	0.00	3,588.93	3,588.93
合计		169	16,627.11	9,109.18	25,736.29
2016 年		豆营	110	1,001.10	3,702.60
	后街	121	1,031.16	4,113.54	5,144.70
	柳园南路	504	3,479.42	795.70	4,275.12
	松桂路	76	2,666.55	756.31	3,422.86
	聊牛路	127	2,878.82	926.30	3,805.12

陈口红庙	307	0.00	9,830.76	9,830.76
棚户区改造办	-	0.00	2,240.00	2,240.00
陈口	482	13,433.19	3,429.70	16,862.89
姚庄	142	2,189.55	2,781.96	4,971.51
白庄	76	2,015.43	880.35	2,895.78
财干路新区	35	68.31	1,176.03	1,244.34
郑坑王屯	153	1,776.19	3,754.16	5,530.35
合计	2,133	30,539.72	34,387.41	64,927.13

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司尚有郑坑王屯、王卷帽、西关街等待确认成本拆迁项目，已投资51.00亿元，未来按照公司实际发生成本加成10%-15%后确认公司收入，未来收入较有保障。但未来现金回流情况对东昌府区财政状况有所依赖，回款时间存在一定的不确定性。此外，民安置业尚有40.29亿元安置房项目已投资，计入存货-开发成本科目，未来将通过政府购买服务的方式确认收入。

表10 截至2018年末公司存货中待确认成本拆迁项目情况（单位：户、万元）

项目名称	拆迁户数	拆迁成本		
		房屋补偿	现金补偿	合计
郑坑王屯	306	7,236.04	715.65	7,951.69
郑官屯	127	3,464.15	342.61	3,806.76
姚庄	108	2,933.88	293.20	3,227.08
许窑	67	1,812.36	190.69	2,003.05
仙庄	207	5,423.93	739.63	6,163.56
侯营	437	11,333.45	1,768.80	13,102.25
西关街	641	16,528.61	2,690.70	19,219.31
五七里铺	15	376.78	51.40	428.18
王宅	1	0.00	0.18	0.18
王卷帽	1,420	34,937.03	5,687.42	40,624.45
图腾羡林苑	951	24,685.50	3,754.02	28,439.52
唐庄	534	14,495.38	1,521.62	16,017.00
三里井	106	2,863.58	311.12	3,174.70
前田	17	452.46	47.50	499.96
前罗	904	24,505.43	2,602.37	27,107.80
其他	11,277	305,131.99	33,151.82	338,283.81

合计	17,118	456,180.57	53,868.73	510,049.30
----	--------	------------	-----------	------------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2018年末，公司主要在建项目为拆迁安置项目，预计总投资186.51亿元，已投资30.49亿元，后续尚需投入156.02亿元，此外，本期债券募投项目尚需投资8.44亿元，公司面临较大的资金压力。

表11 截至2018年末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资
郭庄	74,879.32	518.19
郑官屯	121,808.38	4,008.82
东姚	148,369.24	882.98
南铁	35,263.00	31,077.95
东李庄	18,781.17	15,722.86
豆营	46,141.32	27,517.72
其他 24 项共计	1,419,862.42	225,123.59
合计	1,865,104.85	304,852.11

注：已投资金额为实际投入金额。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司土地整理业务收入有所下降，未来收入或存在波动

公司作为聊城市东昌府区重要的投资开发建设主体，根据东昌府区土地利用总体规划和土地整理复垦开发专项规划，承担东昌府区部分土地开发整理业务。公司出资并委托聊城市昌泰城镇建设有限责任公司（以下简称“昌泰建设”）进行土地开发整理工作，土地指标经验收合格后交付公司，计入公司存货，未验收部分计入公司预付账款。土地出让委托聊城市国土资源局挂牌，土地出让金缴纳至聊城市财政局，由聊城市财政局返还至东昌府区财政局，然后东昌府区财政局依据《投资建设开发协议》，按照公司实际发生成本加成10%-15%后返还公司，公司据此确认土地开发整理收入。公司自2017年开始产生土地整理收入，2017-2018年分别确认土地整理收入6.01亿元及3.66亿元，受土地整理进度影响，2018年确认收入金额有所下降，毛利率分别为11.17%和10.95%。

截至2018年末，公司存货中土地开发整理余额4.81亿元，尚未确认收入，未来确认收入及回款时间存在一定的不确定性。

房屋销售、租赁业务对公司收入及利润形成较好补充

公司房屋销售业务主要是公司承担的保障房建设项目，在进行拆迁安置以后，少量剩余部分对外销售。2018年公司共销售保障房234套，主要为唐庄、郑坑等安置区，共实现销售收入1.21亿元，毛利率50.65%。

表12 2018 年公司房屋销售情况（单位：套、平方米、万元）

项目名称	套数	面积		销售额
		主房	储藏室	
邵屯	5	438.17	125.7	251.13
豆营	26	1,353.42	990.67	967.43
利民	9	839.54	213.62	499.90
唐庄	49	3,979.71	0.00	2,953.41
孔堂	17	1,763.12	75.35	1,116.18
东李庄	31	2,972.72	250.00	1,600.03
罗庄	28	2,818.11	212.41	1,782.23
白庄	10	1,158.03	0.00	777.34
郑坑	59	4,937.4	0.00	2,201.25
合计	234	20,260.22	1,867.75	12,148.89

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2016-2017年公司获得的租赁收入来自向山东金柱集团有限公司出租的铁塔北市场综合商业楼，每年获得税前租赁收入3,800.00万元，租赁于2017年底到期后不再续租。公司2018年与东昌府区委办公室、人民政府办公室签订房屋租赁合同，将孟达商务中心出租作为办公用房使用，每年租金4,150.00万元，租赁期限为2018年5月3日-2028年5月5日。此外，公司将陈口门脸房、交大科技园房屋出租获得少量租赁收入。2016-2018年公司分别实现税后租赁收入3,680.87万元、3,620.55万元及2,551.11万元。公司租赁业务持续性较好。房屋销售和租赁业务毛利率较高，对公司收入和利润形成较好补充。

表13 2016-2018 年公司租赁业务情况（单位：万平方米、万元）

期间	项目	面积	年租金	租赁收入
2018 年	交大科技园	0.02	3.18	3.18
	陈口门脸房	0.06	10.80	10.80
	孟达商务中心	9.22	4,150.00	2,766.00
	合计	9.30	4,163.98	2,779.98
2017 年	铁塔北市场综合商业楼	4.90	3,800.00	3,800.00
	合计	4.90	3,800.00	3,800.00
2016 年	铁塔北市场综合商业楼	4.90	3,800.00	3,800.00
	合计	4.90	3,800.00	3,800.00

注：租赁收入为未扣税收入

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

此外，2018年公司新增商贸业务并获得相关收入，主要由公司控股子公司聊城安鑫砼业有限公司、聊城市安云捷泰商贸有限公司、聊城市龙安节能建材有限责任公司、聊城市

安云捷泰商贸有限公司负责，2018年分别实现混凝土、钢材、黑面粉销售收入3,971.73万元、360.56万元及77.48万元，规模不大。

公司获得较大力度的外部支持

作为聊城市东昌府区棚户区改造拆迁安置主体，公司得到当地政府的较大支持。2016-2018年公司分别获得政府补助1.97亿元、1.14亿元及1.40亿元，较大程度提升了公司的利润水平。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中喜会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告，报告均采用新会计准则编制。财政部于2018年6月颁布了《财政部关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），公司2018年财务报表按照上述通知编制。为了分析比较口径的统一，以下2017年数据采用2018年审计报告期初数，2016年数据采用2017年审计报告期初数并对2016年资产负债表项目年末余额进行了调整。近三年，公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表14 2016-2018年纳入公司合并范围的子公司变动情况

项目	2018年	2017年	2016年
当年增减情况	增加9家	增加2家	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模保持增长，资产构成中以待结算拆迁安置项目、土地使用权、房产和应收款项为主，整体流动性较弱

随着公司融资规模扩大及拆迁项目的推进，公司资产规模逐年增长，2016-2018年年均复合增长率为22.03%，截至2018年末，公司资产总额达149.96亿元。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2018年末流动资产占总资产比重为88.10%。

表15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	133,683.61	8.91%	130,760.47	11.10%	234,079.34	23.25%

预付款项	5,873.70	0.39%	60,251.40	5.12%	105,212.21	10.45%
其他应收款	195,782.09	13.06%	175,752.11	14.92%	136,345.66	13.54%
存货	963,737.88	64.27%	715,919.26	60.79%	443,601.86	44.05%
流动资产合计	1,321,127.09	88.10%	1,082,683.24	91.93%	935,520.72	92.91%
投资性房地产	137,763.18	9.19%	69,173.60	5.87%	66,948.46	6.65%
非流动资产合计	178,447.24	11.90%	95,094.40	8.07%	71,430.13	7.09%
资产总计	1,499,574.33	100.00%	1,177,777.64	100.00%	1,006,950.85	100.00%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司货币资金为13.37亿元，主要为银行存款12.87亿元，2016年公司发行企业债共12.00亿元，年末货币资金余额较高，后随着拆迁安置项目的投入，2017年末货币资金有所下降。公司预付款项主要为预付的拆迁安置项目工程款及土地整理款，近年大幅下降，截至2018年末公司预付款项为0.59亿元，主要由于随着工程的建设，预付款项结转至存货所致。公司其他应收款主要为应收山东金柱集团有限公司、聊城民安融富置业有限公司等施工公司借款，主要为公司从国家开发银行及中国农业发展银行取得的棚户区改造项目资金专项贷款，后向项目施工公司借出并签订了借款合同，施工公司根据合同约定偿还借款。随着施工项目的开展，其他应收款不断增长，截至2018年末，公司其他应收款为19.58亿元，账龄在一年以上的占比66.35%，前五大其他应收款余额为13.91亿元，其中应收民企借款余额为8.94亿元，占其他应收款的比例为45.65%，对资金形成较大占用且未计提坏账准备，存在一定的回收风险。公司存货主要为拆迁安置成本及土地整理成本，随着拆迁安置项目的增加和推进，近三年存货账面价值不断增长，截至2018年末，公司存货账面价值为96.37亿元，未来拆迁成本及开发成本的变现对东昌府区财政状况有较大依赖，流动性较弱。

公司投资性房地产主要由铁塔北商业楼、孟达商务中心、望湖小区商务办公楼、古楼东19号办公用房等房屋建筑物构成，2018年较2017年大幅增长系公司购入孟达商务中心所致，截至2018年末投资性房地产账面价值为13.78亿元。

总体来看，近年公司资产总额持续增长，但存货及其他应收款占比较高，2018年末存货及投资性房地产中账面价值6.99亿元资产抵押受限，整体资产流动性较弱。

盈利能力

近三年公司营业收入保持增长，主业盈利能力尚可，政府补助对利润总额贡献较大

公司自2017年起增加土地整理业务收入，且2018年公司拆迁安置收入有所增长，同时增加房屋销售及商品销售收入，使得近三年营业收入持续增长，考虑到公司待确认收入的

开发成本较多，未来收入可持续性较好。近三年公司综合毛利率有所波动，由于公司房屋销售、商业租赁业务毛利率较高，2018年公司综合毛利率较上年提高7.30个百分点。2016-2018年公司营业利润持续增长，主业盈利能力尚可。2016-2018年公司分别获得政府补助1.97亿元、1.14亿元及1.40亿元，占利润总额的比重分别为67.83%、55.73%和64.37%，政府补助对公司利润总额贡献较大。

表16 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
营业收入	94,735.44	93,162.77	78,469.52
其他收益	13,980.58	11,430.00	0.00
营业利润	22,792.31	20,505.97	9,308.47
营业外收入	0.00	0.00	19,674.52
利润总额	21,716.47	20,509.93	28,983.00
综合毛利率	19.40%	12.10%	13.77%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较差，在建项目尚需投资规模较大，面临较大的资金压力

公司销售商品、提供劳务收到的现金主要是收到东昌府区财政局支付的拆迁安置款、土地整理款、商品房购房款、商品销售收入，收到的其他与经营活动有关的现金主要为收到的往来款及政府补助收入，经营活动现金流出主要是支付拆迁补偿款及安置房工程款等。近三年公司营业收入收现情况整体较好，但受安置房建设的持续推进影响，公司经营活动现金持续净流出，经营活动现金流表现较差。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流量净额为0.52亿元，随着业务规模的扩大，公司棚户区改造项目转借款的增加，2017年公司投资活动现金流由正转负净流出5.51亿元；2018年公司投资活动现金净流出10.67亿元，较2017年大幅增加，主要系支付孟达商务中心购房款所致。

筹资活动方面，近三年公司筹资活动现金持续净流入，主要为公司取得借款、收到债券募集资金、收到融资租赁款、收到非金融机构借款、收到专项应付款。截至2018年末，公司主要在建拆迁安置项目后续尚需投资156.02亿元，面临较大的资金压力。

表17 公司现金流情况表（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
收现比	1.03	1.25	1.52
销售商品、提供劳务收到的现金	97,364.17	116,915.13	119,233.27
收到的其他与经营活动有关的现金	15,256.50	79,681.76	26,494.25
经营活动现金流入小计	112,620.67	196,596.89	145,727.52
购买商品、接受劳务支付的现金	176,884.94	258,566.68	306,497.67
支付的其他与经营活动有关的现金	10,505.34	1,529.66	984.02
经营活动现金流出小计	194,798.18	260,514.07	308,336.05
经营活动产生的现金流量净额	-82,177.51	-63,917.18	-162,608.53
投资活动产生的现金流量净额	-106,667.41	-55,063.55	5,155.29
筹资活动产生的现金流量净额	193,768.07	35,661.86	306,849.02
现金及现金等价物净增加额	4,923.14	-83,318.87	149,395.78

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率持续上升，有息债务规模较大，面临较大的债务偿付压力

随着融资规模的扩大，公司负债总额持续增长，截至2018年末，公司负债总额为104.39亿元，近三年复合增长率为32.11%。受益于经营活动盈余的积累，所有者权益持续增长，截至2018年末，公司产权比率为229.12%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

表18 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2018年	2017年	2016年
负债总额	1,043,944.26	748,449.58	598,132.72
所有者权益	455,630.07	429,328.07	408,818.13
产权比率	229.12%	174.33%	146.31%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主，截至2018年末，非流动负债占比62.38%。截至2018年末，公司短期借款余额1.80亿元，为担保借款。公司应付票据及应付账款主要为应付拆迁安置项目的拆迁补偿款，随着拆迁的持续推进，近三年应付票据及应付账款持续增长。公司预收账款主要为预收超过房屋补偿面积的差价房款及商品房款，2018年末达7.64亿元。公司其他应付款主要为应付转借款、实力诚信金、暂借拆迁资金及往来款，2018年末未8.70亿元。

随着拆迁安置项目的推进和融资的扩张，公司长期借款余额持续增长，近三年复合增长率达18.21%。截至2018年末，公司长期借款余额共计43.77亿元，其中包括担保借款21.59亿元、信用借款18.46亿元及抵押担保借款3.72亿元。公司应付债券为2016年发行的12亿元

企业债及2018年发行的定向融资工具0.33亿元。2018年末公司长期应付款为应付融资租赁款3.92亿元及2018年新增的棚改项目专项应付款4.76亿元。

表19 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	18,000.00	1.72%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付票据及应付账款	210,753.10	20.19%	140,489.76	18.77%	78,619.52	13.14%
预收账款	76,423.10	7.32%	12,748.48	1.70%	5,458.82	0.91%
其他应付款	86,957.12	8.33%	126,958.06	16.96%	45,654.14	7.63%
流动负债合计	392,701.19	37.62%	280,501.30	37.48%	161,875.87	27.06%
长期借款	437,683.12	41.93%	324,720.00	43.39%	313,200.00	52.36%
应付债券	126,806.14	12.15%	123,228.28	16.46%	123,056.85	20.57%
长期应付款	86,753.81	8.31%	20,000.00	2.67%	0.00	0.00%
非流动负债合计	651,243.07	62.38%	467,948.28	62.52%	436,256.85	72.94%
负债合计	1,043,944.26	100.00%	748,449.58	100.00%	598,132.72	100.00%
其中：有息债务	669,243.07	64.11%	467,948.28	62.52%	468,256.85	78.28%

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，公司包括短期借款、长期借款、应付债券和长期应付款中有息部分在内的有息债务为66.92亿元，增长较快，占负债总额的64.11%。从有息债务偿还期限来看，公司短期与长期均面临较大的资金偿还压力。

表20 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2019年	2020年	2021年	2022年及以后
有息债务	102,961.00	87,557.00	75,897.00	419,255.00

注：有息债务偿还期限分布表仅核算有息债务本金金额

资料来源：公司提供

偿债能力方面，随着融资规模持续增长，公司资产负债率持续上升，截至2018年末，公司资产负债率为69.62%。近三年公司利润总额有所波动，EBITDA规模随之波动，但由于公司利息支出大幅增长，EBITDA利息保障倍数持续下降，有息债务持续增长，EBITDA对有息债务的覆盖水平不断下降，偿债压力有所加大。

表21 公司偿债能力指标

指标名称	2018年	2017年	2016年
资产负债率	69.62%	63.55%	59.40%
现金短期债务比	7.43	-	-
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.52	7.92

有息债务/EBITDA	22.98	18.68	14.05
-------------	-------	-------	-------

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

首先，募投项目收益是本期债券按时还本付息资金的主要来源。本期债券募集资金的 56.89% 拟投向聊城市东昌府区停车场建设项目，该项目总投资 84,366.70 万元，债券存续期，预计可实现运营收入和服务收入合计 86,797.35 万元，扣除经营成本及税金及附加后可产生净收益 59,725.96 万元。但是，考虑到项目建设周期较长，车位及商业配套的销售、出租情况以及其他收入情况受当地经济发展、政府规划及招商引资情况影响较大，项目能否按期完工及未来能否实现预计收益均存在一定不确定性。

其次，公司日常经营所得为本期债券按时还本付息提供重要保障。2016-2018 年公司营业收入分别为 7.85 亿元、9.32 亿元和 9.47 亿元，且回款情况较好，收现比分别为 1.52、1.25 和 1.03。截至 2018 年末，公司存货中尚待结转的拆迁安置、开发成本及土地整理成本为 96.10 亿元，主要在建拆迁安置项目尚需投资 156.02 亿元，随着项目完工，将为公司带来一定规模的收入。考虑到公司经营性现金流表现较差，近年持续净流出，且上述业务收入规模及资金回流易受政府规划、项目施工进度及财政拨付政策影响，或存在一定的波动。

此外，资产变现是本期债券按时还本付息资金的有益补充。截至 2018 年末，公司投资性房地产账面价值为 13.78 亿元，若偿债出现困难，公司可通过房产变现等途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿付；但考虑到账面原值 7.15 亿元的投资性房地产已用于抵押且价值易受房地产市场行情影响而产生较大波动，集中处置或存在一定的难度。

（二）本期债券保障措施分析

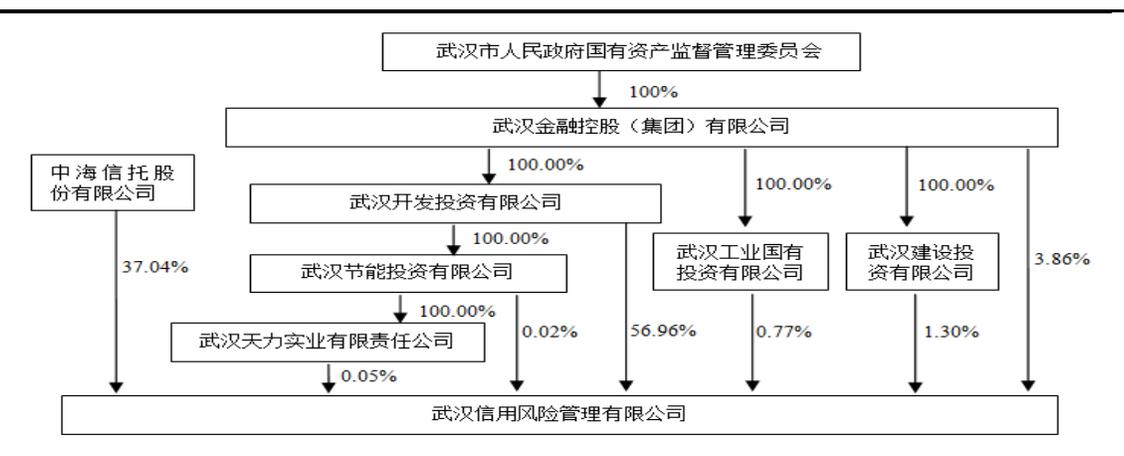
武汉信用为本期债券提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保能够有效提升本期债券的安全性

武汉信用为本期债券提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。担保方保证的范围包括本期债券本金 8 亿元及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保方承担保证责任的期间为本期债券存续期限及届满之日起二年，本期债券持有人在此期间内未要求武汉信用承担保证责任的，武汉信用免除保证责任。如公司不能兑付本期债券利息和

/或本金，武汉信用应主动承担担保责任，将兑付资金划入本期债券登记结算机构指定的兑付付息账户。

武汉信用成立于1998年，是武汉市市属国有企业。截至2018年末，武汉信用实收资本为81亿元，控股股东仍为武汉开发投资有限公司，直接持股比例为56.96%，实际控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会，武汉信用股权结构如图2所示。

图2 截至2018年末武汉信用股权结构图



资料来源：武汉信用提供

作为武汉市市属国有综合金融服务平台，武汉信用形成了以委托贷款、企业融资担保业务为核心，小额贷款和征信等协同发展的业务结构。2016-2018年，武汉信用营业收入规模持续增长，其中委托贷款收入占比不断提升，已处于很高水平。

表22 2016-2018年武汉信用收入构成情况（单位：万元）

项目	2018年		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
委托贷款收入	294,215.25	96.52%	234,130.40	85.14%	179,348.92	71.59%
金融服务收入	0.00	0.00%	24,411.92	8.88%	42,497.23	16.96%
担保费收入	5,974.31	1.96%	15,403.65	5.60%	27,589.57	11.01%
其他	4,644.55	1.52%	1,047.87	0.38%	1,103.66	0.44%
合计	304,834.11	100.00%	274,993.84	100.00%	250,539.38	100.00%

资料来源：武汉信用2016-2018年审计报告，中证鹏元整理

截至2018年末，武汉信用资产总额为3,967,273.55万元，所有者权益合计为1,393,438.18万元，2018年利润总额为83,928.77万元。

表23 武汉信用主要财务数据（单位：万元）

项目	2018年	2017年	2016年
----	-------	-------	-------

总资产	3,967,273.55	3,791,157.27	3,581,993.91
所有者权益合计	1,393,438.18	1,296,093.75	1,143,880.51
现金类资产	165,066.55	148,270.20	377,164.67
营业总收入	304,834.11	274,993.84	250,539.38
担保收入	5,974.31	15,403.65	27,589.57
委托贷款收入	294,215.25	234,130.40	179,348.92
投资收益	12,955.13	4,197.42	11,606.21
利润总额	83,928.77	83,808.01	76,272.63
净资产收益率	5.21%	5.33%	5.70%
担保余额（亿元）	42.93	58.65	116.51
当期担保发生额（亿元）	22.20	34.49	86.98
拨备覆盖率	171.67%	235.82%	353.54%
准备金覆盖率	2.40%	2.69%	3.00%
融资担保放大倍数	0.31	0.45	1.02
当期担保代偿率	0.00%	1.47%	1.54%
累计代偿回收率	91.72%	90.76%	83.19%

资料来源：武汉信用 2016-2018 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

综合来看，武汉信用实力雄厚，业务发展情况较好。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体长期信用等级为AA+，其提供的全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保有效提升了本期债券的信用水平。

九、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年10月17日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2019年9月10日，公司对外担保金额合计23,636.83万元，大部分无反担保措施，存在一定的代偿风险。

表24 截至 2019 年 9 月 10 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	借款余额	被担保企业性质	担保到期日	是否有反担保
聊城东安国有资本运营有限公司	5,536.83	国有企业	2021.7.10	无
聊城东安国有资本运营有限公司	2,400.00	国有企业	2019.10.28	无
聊城东安国有资本运营有限公司	8,000.00	国有企业	2022.3.20	无
聊城和盛建设有限公司	800.00	民营企业	2019.10.18	有
山东天工岩土工程设备有限公司	2,500.00	国有企业	2019.12.31	有
聊城金安新能源热力运营有限公司	2,400.00	国有企业控股子公司	2019.11.8	无
山东金帝精密机械科技股份有限公司	2,000.00	民营企业	2019.10.7	有
合计	23,636.83	-	-	-

资料来源：公司提供

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018年	2017年	2016年
货币资金	133,683.61	130,760.47	234,079.34
其他应收款	195,782.09	175,752.11	136,345.66
存货	963,737.88	715,919.26	443,601.86
投资性房地产	137,763.18	69,173.60	66,948.46
资产总计	1,499,574.33	1,177,777.64	1,006,950.85
短期借款	18,000.00	0.00	0.00
应付票据及应付账款	210,753.10	140,489.76	78,619.52
预收款项	76,423.10	12,748.48	5,458.82
其他应付款	86,957.12	126,958.06	45,654.14
长期借款	437,683.12	324,720.00	313,200.00
应付债券	126,806.14	123,228.28	123,056.85
长期应付款	86,753.81	20,000.00	0.00
负债合计	1,043,944.26	748,449.58	598,132.72
有息债务	669,243.07	467,948.28	468,256.85
所有者权益	455,630.07	429,328.07	408,818.13
营业收入	94,735.44	93,162.77	78,469.52
营业利润	22,792.31	9,075.97	9,308.47
净利润	21,386.23	20,509.93	28,983.00
经营活动产生的现金流量净额	-82,177.51	-63,917.18	-162,608.53
投资活动产生的现金流量净额	-106,667.41	-55,063.55	5,155.29
筹资活动产生的现金流量净额	193,768.07	35,661.86	306,849.02
财务指标	2018年	2017年	2016年
综合毛利率	19.40%	12.10%	13.77%
收现比	1.03	1.25	1.52
产权比率	229.12%	174.33%	146.31%
资产负债率	69.62%	63.55%	59.40%
现金短期债务比	7.43	-	-
EBITDA（万元）	29,125.06	25,055.64	33,336.69
EBITDA 利息保障倍数	1.12	1.52	7.92
有息债务/EBITDA	22.98	18.68	14.05

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
产权比率	负债总额/所有者权益
资产负债率	负债总额/资产总额 $\times 100\%$
现金短期债务比	现金类资产/短期有息债务
现金类资产	货币资金
EBITDA	利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/ (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
有息债务	短期借款+长期借款+应付债券+长期应付款中有息部分

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。