



# 聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司及 相关债券2022年跟踪评级报告

---

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 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、本评级机构子公司、控股股东及其控制的其他机构与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系或利益冲突。

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。

本评级报告观点为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，仅用于相关决策参考，并非事实陈述、某种决策的结论或购买、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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



# 聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司及相关债券 2022年跟踪评级报告

## 评级结果

|                    | 本次评级 | 上次评级 |
|--------------------|------|------|
| 主体信用等级             | AA   | AA   |
| 评级展望               | 稳定   | 稳定   |
| 16 安泰债 01/PR 安泰 01 | AA+  | AA+  |
| 16 安泰债 02/PR 安泰 02 | AA   | AA   |
| 21 安泰专项债 /21 安泰债   | AA+  | AA+  |

## 评级日期

2022 年 6 月 13 日

## 联系方式

项目负责人：张颜亭  
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：张晨  
zhangch@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 评级观点

- 中证鹏元维持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”）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定；维持“16 安泰债 01/PR 安泰 01”、“21 安泰专项债/21 安泰债”的信用等级为 AA+，维持“16 安泰债 02/PR 安泰 02”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司是聊城市东昌府区重要的基础设施建设投融资主体，获得外部较大支持，保障性住房的拆迁安置业务在区域内具有垄断性且持续性较好，未来收入较有保障，以及重庆进出口融资担保有限公司提供的保证担保仍能有效提升“16 安泰债 01/PR 安泰 01”的安全性，武汉信用风险管理融资担保有限公司提供的保证担保仍能提升“21 安泰专项债/21 安泰债”的安全性；同时中证鹏元也关注到，公司存在占款回收风险，面临较大的资金压力、偿债压力和一定的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 预计公司业务持续性较好，拆迁安置业务在区域内仍将保持垄断性，且将持续获得较大力度的外部支持。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目            | 2021    | 2020    | 2019    |
|---------------|---------|---------|---------|
| 总资产           | 307.78  | 248.74  | 175.80  |
| 所有者权益         | 86.56   | 72.81   | 47.47   |
| 总债务           | 114.21  | 98.72   | 64.21   |
| 资产负债率         | 71.88%  | 70.73%  | 73.00%  |
| 现金短期债务比       | 0.36    | 1.15    | 0.86    |
| 营业收入          | 30.46   | 25.75   | 16.54   |
| 其他收益          | 0.84    | 0.94    | 1.19    |
| 利润总额          | 3.11    | 3.04    | 2.10    |
| 销售毛利率         | 15.25%  | 15.50%  | 15.55%  |
| EBITDA        | 5.76    | 4.60    | 3.46    |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.70    | 0.88    | 1.11    |
| 经营活动现金流净额     | -3.09   | -22.15  | -4.27   |
| 收现比           | 172.54% | 161.77% | 176.37% |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



## 优势

- **公司未来收入较有保障。**公司作为聊城市东昌府区重要的基础设施投资建设主体，主要从事东昌府区保障性住房项目的投融资、实施与运营业务，业务具有较强的区域专营性，业务地位重要性突出。截至 2021 年末，公司主要在建的拆迁安置项目已投资规模较大，业务可持续性与政府回款情况较好；此外安置后剩余房屋的对外销售、商业租赁、工程业务等其他业务收入对公司收入及利润形成一定补充。
- **公司获得的外部支持力度较大。**2021 年东昌府区政府以资金注入方式对公司提供较多支持，同时公司持续获得政府补贴，提升了公司的资本实力和利润水平。
- **保证担保能提升债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，重庆进出口融资担保有限公司（以下简称“重庆进出口”）主体信用等级为 AA+，其为“16 安泰债 01/PR 安泰 01”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能有效提升债券的信用水平；武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）主体信用等级为 AA+，其为“21 安泰专项债/21 安泰债”提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保能提升债券的信用水平。

## 关注

- **占款回收风险。**近年来聊城安泰对外拆借资金量维持在较大规模，相关款项的回收进度存在不确定性，加大了公司资金周转压力。公司应收民企、失信被执行人款项余额较大，账龄长且未计提坏账准备，存在一定的回收风险。
- **公司面临较大资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建拆迁安置项目尚需投资规模较大，公司存在较大的资金压力。
- **债务规模持续增长，整体债务负担较重。**2021 年公司资产负债率水平仍较高，短期债务占比上升较多，现金短期债务比大幅下降，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱，存在债务集中到付的风险；同时 2021 年 EBITDA 利息保障倍数水平较低，随着总债务规模的持续增长，EBITDA 对总债务的覆盖水平下降，公司面临较大的偿债压力。
- **公司存在一定的或有负债风险。**截至 2021 年末，公司对外担保余额较大，其中被担保对象山东聊城市邦成建设有限公司（以下简称“邦成建设”）为民营企业，其余均为地方国企，均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 本次评级适用评级方法和模型

| 评级方法/模型名称     | 版本号                |
|---------------|--------------------|
| 城投公司信用评级方法和模型 | cspy_ffmx_2019V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法    | cspy_ff_2019V1.0   |

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

| 评分要素   | 评分指标              | 指标评分 | 评分要素     | 评分指标          | 指标评分 |
|--------|-------------------|------|----------|---------------|------|
| 业务状况   | 区域风险状况            | 中等   | 财务风险状况   | 有效净资产规模       | 5    |
|        | GDP 规模            | 3    |          | 资产负债率         | 2    |
|        | GDP 增长率           | 5    |          | EBITDA 利息保障倍数 | 5    |
|        | 地区人均 GDP/全国人均 GDP | 3    |          | 现金短期债务比       | 4    |
|        | 公共财政收入            | 2    |          | 收现比           | 7    |
|        | 区域风险状况调整分         | 0    |          |               |      |
|        | 经营状况              | 强    |          |               |      |
|        | 业务竞争力             | 6    |          |               |      |
|        | 业务持续性和稳定性         | 7    |          |               |      |
|        | 业务多样性             | 2    |          |               |      |
| 业务状况等级 |                   | 强    | 财务风险状况等级 |               | 较小   |



|          |          |
|----------|----------|
| 指示性信用评分  | aa       |
| 调整因素     | 无 调整幅度 0 |
| 独立信用状况   | aa       |
| 外部特殊支持调整 | 0        |
| 公司主体信用等级 | AA       |

### 历史评级关键信息

| 主体评级  | 债项评级                      | 评级日期      | 项目组成员  | 适用评级方法和模型                                                                                          | 评级报告                 |
|-------|---------------------------|-----------|--------|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| AA/稳定 | AA+                       | 2021-6-27 | 张颜亭、丁楠 | <a href="#">城投公司信用评级方法和模型 (cspy_ffmx 2019V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff 2019V1.0)</a> | <a href="#">阅读全文</a> |
| AA/稳定 | 品种一：<br>AA+<br>品种二：<br>AA | 2016-3-25 | 王硕、王贞姬 | <a href="#">城投公司主体长期信用评级方法 (py_ff 2015V1.0)</a> 、 <a href="#">城投公司主体长期信用评级模型 (py_mx 2015V1.0)</a>  | <a href="#">阅读全文</a> |

### 本次跟踪债券概况

| 债券简称                  | 发行规模（亿元） | 债券余额（亿元） | 上次评级日期    | 债券到期日期     |
|-----------------------|----------|----------|-----------|------------|
| 16 安泰债<br>01/PR 安泰 01 | 8.80     | 1.76     | 2021-6-27 | 2023-04-11 |
| 16 安泰债<br>02/PR 安泰 02 | 3.20     | 0.64     | 2021-6-27 | 2023-04-11 |
| 21 安泰专项债<br>/21 安泰债   | 8.00     | 8.00     | 2021-6-16 | 2028-6-30  |



## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2016年4月11日发行7年期12亿元公司债券（品种一8.8亿元、品种二3.2亿元），募集资金原计划用于南铁、北后田、郭庄、冷庄安置区，邓王安置区，罗庄、张楼安置区以及侯营、孙庄安置区改造项目的建设。截至2022年3月31日，“16安泰债01/PR安泰01”募集资金专项账户余额为104.18元；“16安泰债02/PR安泰02”募集资金专项账户余额为4,164.45万元。

公司于2021年6月30日发行7年期8亿元城市停车场建设专项债券，募集资金拟用于聊城市东昌府区停车场建设项目和补充流动资金。截至2022年4月30日，“21安泰专项债/21安泰债”募集资金专项账户余额为26.06万元。

## 三、发行主体概况

2021年，公司名称、注册资本、股权结构均未发生变化。截至2021年末，公司注册资本仍为人民币100,000万元，唯一股东和实际控制人为聊城市东昌府区国有资产管理局。2021年公司合并报表范围内新增2家一级子公司，减少1家一级子公司，具体情况如下所示：

表1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

### 1、跟踪期内新纳入公司合并范围的一级子公司情况

| 子公司名称           | 持股比例    | 注册资本      | 主营业务   | 合并方式 |
|-----------------|---------|-----------|--------|------|
| 聊城市昌元投资开发建设有限公司 | 100.00% | 50,000.00 | 投资活动   | 新设成立 |
| 青岛泰禾永晟实业发展有限公司  | 100.00% | 10,000.00 | 金属材料销售 | 新设成立 |

### 2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的一级子公司情况

| 子公司名称          | 持股比例 | 注册资本     | 主营业务     | 不再纳入的原因 |
|----------------|------|----------|----------|---------|
| 云购（聊城）电商管理有限公司 | 100% | 5,000.00 | 电子商务信息咨询 | 注销      |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

2021 年我国经济呈现稳健复苏态势，2022 年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021 年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经



济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

**2021年随着隐性债务风险进一步积累、经济增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段，预计2022年仍将延续收紧态势**

2021年，由于城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累，而随着经济形势好转，稳增长压力减轻，政策重心转向控制地方政府隐性债务风险，城投融资政策进入周期收紧阶段。年初交易所、交易商协会对城投债进行分档审理，对不同风险等级的城投公司募集资金用途作出不同限制。3月，国资委印



发《关于加强地方国有企业债务风险管控工作的指导意见》（国发[2021]18号），要求各地方国资委加强国有企业债务风险管控，有效防范化解企业重大债务风险。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》（国发[2021]5号），重申坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量。7月，银保监会发布《银行保险机构进一步做好地方政府隐性债务风险防范化解工作的指导意见》（银保监发[2021]15号），要求对承担地方隐性债务的客户，银行保险机构不得提供流动资金贷款或流动性贷款性质的融资。年末市场再度传出交易所拟对城投债券进行发行额度管理、借新还旧额度打折等措施，交易商协会出台新政策，对所有红橙色地区（债务率 $\geq 200\%$ ）客户只能借新还旧。

另一方面，化解隐性债务需“有保有压”，不能引发系统性风险。2021年12月，国务院政策例行吹风会明确指出，要建立市场化、法治化的债务违约处置机制，稳妥化解隐性债务存量，依法实现债务人、债权人合理分担风险，防范“处置风险的风险”。

目前国内外经济形势仍较为复杂，后续政策重心仍是稳杠杆，取得防风险与稳增长的再平衡，预计2022年城投融资政策将延续收紧态势。同时，在有效防控地方政府债务风险、坚决遏制隐性债务增量的大背景下，部分地区城投公司非标违约等风险事件增加，城投区域分化加剧，且2022年城投债偿付规模较大，需关注非标融资占比较高、弱区域、弱资质城投公司的流动性压力及信用风险演变。

## 区域经济环境

**聊城市为冀鲁豫三省交界城市，2021年全市经济明显回暖，但经济总量在山东省排名靠后，人均GDP水平不高，综合财力对政府性基金收入依赖较高**

**区位特征：**聊城市为冀鲁豫交界城市，正逐步形成“一心、两轴、两带”<sup>1</sup>的空间发展结构。聊城市为山东省地级市，位于冀鲁豫三省交界、山东省西部，西靠漳卫河与河北省邯郸市、邢台市隔水相望，南部和东南部隔金堤河、黄河与河南省及山东省的济宁市、泰安市、济南市为邻，北部和东北部与德州市接壤。全市总面积8,715平方公里，辖8个县(市、区)和3个市属开发区（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），2021年末全市常住人口592.79万人。聊城市为“江北水城·运河之都”，全市流域面积在30平方公里以上的河流有23条，市区内有我国北方最大的城市湖泊东昌湖，黄河、京杭大运河、徒骇河都从聊城经过。依托区位特征，聊城市逐步形成“一心、两轴、两带”的市域城镇空间结构，并围绕徒骇河形成了“一主、两副、三轴、五片”<sup>2</sup>的城市空间结构。

**经济发展水平：**聊城市经济总量在山东省排名靠后，人均GDP水平不高，但2021年全市投资触底

<sup>1</sup>“一心”：聊在东都市区；“两轴”：郑济城镇发展主轴、京九城镇发展副轴；“两带”：聊邯城镇发展带和聊德城镇发展带。

<sup>2</sup>“一主”：柳园路城市主中心；“两副”：城市东西部副中心；“三轴”：沿徒骇河的商贸和生活服务发展轴，沿东昌路的商务、文化、医疗和商业发展轴，沿柳园路的商业和休闲娱乐发展轴；“五片”：中心生活服务区、北部工贸物流区、西部高铁新城、南部旅游商贸区、东部产城新区。

反弹，带动经济明显回暖。近年聊城市综合实力有所增强，2021年GDP增速为8.40%，超出全国增速，经济恢复效果明显。但聊城市经济总量处于山东省偏下水平，2021年全市GDP位列山东省16地市中的第14位，人均GDP仅为全国人均GDP的55.05%。从经济驱动因素来看，投资方面，聊城市固定资产投资回升较快，2020年开始触底反弹，2021年延续增长态势，两年平均增长9.8%，其中大项目带动作用增强，5,000万元及以上项目1,456个，对全部投资的贡献率达101.6%，以专用设备、通用设备和医药制造为主的制造业投资增长17.6%，高新技术产业投资增长29.5%，均对经济增长贡献突出。消费方面，2021年聊城市社会消费品零售总额增速达14.5%，以商品零售为主，金银珠宝类、体育娱乐用品类、家用电器和音像器材类、化妆品类零售额明显提升，消费升级态势明显。出口方面，聊城市进出口总额规模相对较小，2019-2020年持续负增长，2021年大幅改善，其中出口总产值增速达61.1%。

表2 2021年山东省部分地级行政区经济财政指标情况（单位：亿元）

| 区域名称       | GDP             | GDP 增速      | 人均 GDP（元）        | 一般公共预算收入      | 政府性基金收入      |
|------------|-----------------|-------------|------------------|---------------|--------------|
| 青岛市        | 14,136.46       | 8.3%        | 140,357.92       | 1,368.3       | 1,192.73     |
| 济南市        | 11,432.2        | 7.2%        | 122,452.87       | 1,007.61      | --           |
| 烟台市        | 8,711.75        | 8.0%        | 122,664.15       | 646.6         | --           |
| 潍坊市        | 7,010.6         | 9.7%        | 74,606           | 656.9         | --           |
| 临沂市        | 5,465.5         | 8.7%        | 49,603.55        | 409.48        | 591.98       |
| <b>聊城市</b> | <b>2,642.52</b> | <b>8.4%</b> | <b>44,577.68</b> | <b>230.32</b> | <b>352.2</b> |
| 日照市        | 2,211.96        | 6.8%        | 74,434           | 187.49        | 259.9        |
| 枣庄市        | 1,951.57        | 8.3%        | 50,616.49        | 158.91        | 323.83       |

资料来源：各市政府网站、2021年国民经济和社会发展统计公报和财政预算决算报告等，中证鹏元整理

表3 聊城市主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）

| 项目              | 2021 年    |        | 2020 年    |        | 2019 年    |         |
|-----------------|-----------|--------|-----------|--------|-----------|---------|
|                 | 金额        | 增长率    | 金额        | 增长率    | 金额        | 增长率     |
| 地区生产总值（GDP）     | 2,642.52  | 8.40%  | 2,316.84  | 2.80%  | 2,259.82  | 3.70%   |
| 固定资产投资          | -         | 12.90% | -         | 6.80%  | -         | -41.20% |
| 社会消费品零售总额       | 917.55    | 14.50% | 801.04    | -3.20% | -         | 6.00%   |
| 进出口总额           | 530.40    | 29.40% | 404.21    | -1.00% | 408.14    | -16.20% |
| 人均 GDP（元）       | 44,577.68 |        | 37,792.00 |        | 37,129.00 |         |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 55.05%    |        | 52.17%    |        | 52.37%    |         |

注：人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口。2020 年人均 GDP 按聊城市 2021 年第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2019-2021 年聊城市国民经济和社会发展统计公报，中证鹏元整理

**产业情况：高端装备、高端化工和新一代信息技术等新动能对聊城市经济的拉动作用增强。**近年聊城市产业发展坚持重点战略与改革创新相结合，2021年“四新”经济增加值占GDP的比重为32.44%，新能源汽车、先进有色金属材料、精细化工及化工新材料3个产业集群入选省“雁阵形”集群，高端装备、高端化工、新一代信息技术和新能源新材料增加值增速均在10%以上，新动能对经济的带动作用增强。同时，2021年聊城市规模以上工业增加值同比增长11.7%，规模以上工业利润增速达40.7%，其中，

金帝机械获评国家级单项冠军企业，时风集团获评国家级工业设计中心，东阿钢球入选国家质量标杆名单，工业企业的发展为经济增长和财政增收形成了较好的基础。

**发展规划及机遇：**根据《聊城市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，聊城市将充分发挥自身优势，打造成冀鲁豫三省交界先进制造基地、全国绿色优质农产品供应基地、冀鲁豫三省交界重要物流枢纽城市，坚持发展实体经济，实施产业突破工程，加快打造装备制造、新材料、新能源汽车、新一代信息技术、生物医药、有色金属及金属深加工、绿色加工、农副产品加工、纺织服装、造纸印刷十大制造产业，同时发展现代服务业，做大做强文化旅游、医养健康和现代物流三大特色优势服务业，为经济发展注入新的动力。

**财政及债务水平：**聊城市综合财力不断增强，对政府性基金收入依赖度较高。近年聊城市一般公共预算收入持续增长，税收收入占比整体上升，财政收入质量有所改善，但财政自给率水平不高。同时，聊城市财政对政府性基金收入的依赖较强，随着土地出让力度的加大，2019-2021年全市政府性基金收入增长较快，但2022年政府性基金收入预算安排有所下降，土地出让情况的变动或对当地财政稳定性产生影响。此外，2019-2021年聊城市地方政府债务余额规模不断扩大。

**表4 聊城市主要财政指标情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 230.32 | 201.97 | 196.63 |
| 税收收入占比   | 75.46% | 71.67% | 73.05% |
| 财政自给率    | 47.22% | 43.34% | 46.04% |
| 政府性基金收入  | 352.20 | 269.75 | 199.47 |
| 地方政府债务余额 | 819.49 | 620.27 | 444.93 |

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：聊城市预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

**东昌府区为聊城市中心城区，经济财政规模保持增长且稳居聊城市首位，轴承及保持器等工业企业对经济的拉动作用较强，政府债务规模增长较快，主要投融资平台负债率偏高**

**区位特征：**东昌府区为聊城市中心城区，拟形成“一心、两环、四轴、三带”的发展格局。东昌府区为聊城市中心城区、市委市政府驻地，辖9镇、5个街道、两个工业园区，总面积945平方公里，常住人口100.86万<sup>3</sup>。近年东昌府区相继被列入京津冀协同发展区、中原经济区、山东省新旧动能转换综合试验区、山东西部经济隆起带、省会城市群经济圈等一系列重大区域发展规划，为国家和山东省重点区域发展战略的叠加区，在对接上级政策、吸引发展要素方面存在优势。在区域发展上，东昌府区拟规划形成“一心、两环、四轴、三带”的空间发展结构，系依托高铁新城形成综合服务中心，依托城区外环路及城市外环路形成两个发展环，依托聊莘路、聊郑路、聊堂路、聊临路形成四个发展轴，沿马颊河、

<sup>3</sup> 根据聊城市第七次全国人口普查结果，截至2020年11月1日零时，东昌府区常住人口数为100.86万人。

西新河、徒骇河形成景观休闲带。

图 1 东昌府区规划形成“一心、两环、四轴、三带”的空间发展结构



资料来源：东昌府区政府网站

**经济发展水平：**东昌府区GDP稳居全市第一，第三产业对经济增长的贡献较大。近年东昌府区经济保持增长，GDP排名稳居聊城市各县区首位，人均GDP位列全市第二，但均低于全国人均GDP；产业结构以第三产业为主，2021年服务业增加值对经济增长的贡献率达80%。2021年东昌府区固定资产投资呈现快速增长态势，其中项目投资占比达71%，房地产投资占比29%，二者均有所增长，为投资拉动经济提供了较强动力；社会消费品零售总额触底回升，2021年增速达14.5%，其中限额以上金银珠宝类、体育娱乐用品类、家用电器和音响器材类零售总额增速均在14%以上，升级类商品销售的快速增长带动内需的提升；进出口规模不大，对经济增长的带动作用有限。

表5 2021年聊城市下属主要县区经济财政指标情况（单位：亿元）

| 区域名称 | GDP    | GDP 增速 | 人均 GDP（元） | 一般公共预算收入 | 政府性基金收入 |
|------|--------|--------|-----------|----------|---------|
| 东昌府区 | 524.38 | 8.40%  | 51,991.19 | 46.22    | 1.09    |
| 茌平区  | 345.84 | 7.80%  | 66,810.78 | 32.56    | 21.72   |
| 阳谷县  | 318.15 | 8.50%  | 45,444.61 | 16.37    | 21.43   |
| 临清市  | 269.27 | 8.30%  | 33,890.52 | 20.26    | 31.10   |
| 莘县   | 258.05 | 8.40%  | 27,736.28 | 13.48    | 54.96   |
| 冠县   | 247.32 | 8.70%  | 34,380.85 | 12.59    | 29.11   |
| 高唐县  | 169.03 | 6.00%  | 37,133.70 | 13.16    | -       |
| 东阿县  | 168.54 | 7.80%  | 48,703.52 | 14.22    | 17.75   |

注：各地人均 GDP 以当地第七次人口普查常住人口数据（时点为 2020 年 11 月 1 日零时）计算；“-”为未公开数据。



资料来源：各区、县政府网站、2021 年国民经济和社会发展统计公报和财政预决算报告等，中证鹏元整理

**表6 东昌府区主要经济指标及同比变化情况（单位：亿元）**

| 项目              | 2021 年    |       | 2020 年    |       | 2019 年    |        |
|-----------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|--------|
|                 | 金额        | 增长率   | 金额        | 增长率   | 金额        | 增长率    |
| 地区生产总值（GDP）     | 524.38    | 8.4%  | 470.68    | 4.1%  | 448.67    | 5.9%   |
| 固定资产投资          | 203.30    | 20.1% | 168.30    | 10.0% | 152.98    | -29.1% |
| 社会消费品零售总额       | 334.33    | 14.5% | 292.12    | -7.6% | 278.57    | 6.5%   |
| 进出口总额           | -         | -     | 19.17     | 14.4% | 16.99     | 6.0%   |
| 人均 GDP（元）       | 51,991.19 |       | 52,028.30 |       | 49,593.24 |        |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 64.21%    |       | 71.82%    |       | 69.96%    |        |

注：人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口。2020-2021 年人均 GDP 按东昌府区 2021 年第七次全国人口普查数据计算。

资料来源：2019-2020 年东昌府区国民经济和社会发展统计公报、东昌府区 2021 年 12 月统计月报，中证鹏元整理

**产业情况：**东昌府区拥有轴承及保持器等产业集群，工业企业和服务业对经济的带动作用较强。

依托主城区优势，东昌府区基本形成新能源汽车及零部件、轴承及保持器、智能制造、现代高效农业、现代物流、文化旅游、现代金融、科技信息服务和医养健康九大产业集群，其中轴承及保持器产业入选省级特色产业集群，山东金帝精密机械科技股份有限公司为高端轴承发展起到了引领作用；嘉明农副产品深加工产业基地入选省级特色优势食品产业基地，高科技农业产业园区正加速推进。2021 年全区规模以上工业企业实现产值 278.9 亿元，增长 16.7%，50 家企业产值增幅达 30% 以上，工业企业对经济总量的提升贡献较大。此外，东昌府区服务业持续向好，2021 年新增规模以上服务业企业数量居全市第 1 位，新打造国家 AAA 级旅游景区 1 处、AA 级旅游景区 1 处，新培育省级景区化村庄 2 处，未来将依托运河文化资源和红色教育资源，以及北关街城市更新示范带动效应，发展“网红经济”“夜经济”，充分发挥第三产业对经济的带动作用。

**发展规划及机遇：**东昌府区将抓住两河（黄河和大运河）国家战略和山东“省会经济圈”战略发展机遇，以制造业数字化转型为契机，加强大数据、工业互联网等创新主体培育；继续加快新旧动能转换，打造东部高精管材、西部轴承及保持器、南部新能源汽车和数字经济、北部智能制造“四大先进制造业基地”。

**财政及债务水平：**东昌府区财政实力有所增强，政府债务增长较快。近年东昌府区一般公共预算收入保持增长，税收收入占比基本稳定，财政自给率水平整体下降。东昌府区政府性基金收入多依赖上级补助，2021 年获得上级政府性基金补助收入 59.52 亿元。债务方面，近年东昌府区地方政府债务余额增长较快，2021 年较 2019 年增加 58.37 亿元。

**表7 东昌府区主要财政指标情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2021 年 | 2020 年 | 2019 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 46.22  | 43.27  | 39.10  |
| 税收收入占比   | 78.27% | 75.28% | 78.64% |



|          |        |        |        |
|----------|--------|--------|--------|
| 财政自给率    | 76.93% | 76.22% | 86.76% |
| 政府性基金收入  | 1.09   | 0.08   | 0.13   |
| 地方政府债务余额 | 109.46 | 75.62  | 51.09  |

注：财政自给率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：东昌府区预算执行情况的报告等，中证鹏元整理

**投融资平台：**截至2021年末，聊城市东昌府区主要投融资平台共3家。聊城安泰为东昌府区主要平台，净资产及收入规模较大，负债率偏高，债务规模较大；聊城市民安控股建设有限公司（以下简称“民安控股”）为聊城安泰重要子公司，主要承担东昌府区内的棚改项目建设；聊城东安国有资本运营集团有限公司主要负责东昌府区教育基础设施投资建设业务。

**表8 截至2021年末东昌府区主要区属投融资平台（单位：亿元）**

| 企业名称              | 控股股东              | 净资产   | 资产负债率  | 2018-2020<br>年平均营业收入 | 总债务<br>余额 | 职能定位             |
|-------------------|-------------------|-------|--------|----------------------|-----------|------------------|
| 聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司 | 聊城市东昌府区国有资产管理局    | 72.81 | 70.73% | 17.26                | 98.72     | 东昌府区重要投资开发建设主体   |
| 聊城市民安控股建设有限公司     | 聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司 | 39.60 | 64.98% | 7.13                 | 20.57     | 东昌府区棚户区改造项目的建设   |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司  | 聊城市东昌府区国有资产管理局    | 45.13 | 29.83% | 5.24                 | 12.47     | 东昌府区教育基础设施投资建设主体 |

注：财务数据为2020年度数据。

资料来源：中证鹏元数据库

## 五、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，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、实施与运营职责。2021年公司收入来源以拆迁安置项目、房屋销售为主，实现营业收入30.46亿元，同比增长18.29%，主要系当年拆迁安置收入增长较多所致；工程业务、商业租赁业务、商品销售及贸易业务等对公司收入、利润形成一定补充。毛利率方面，公司销售毛利率整体平稳。

**表9 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2021 年 |        | 2020 年 |        |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
|                | 金额     | 毛利率    | 金额     | 毛利率    |
| <b>拆迁安置业务：</b> |        |        |        |        |
| 土地熟化           | 11.87  | 14.28% | 9.65   | 12.85% |



|                |              |               |              |               |
|----------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| 回购棚改房屋销售       | 13.64        | 15.34%        | 11.52        | 13.93%        |
| <b>小计</b>      | <b>25.51</b> | <b>14.85%</b> | <b>21.17</b> | <b>13.44%</b> |
| <b>房屋销售业务：</b> |              |               |              |               |
| 拍卖棚改房屋销售       | 2.04         | 26.91%        | 2.03         | 33.83%        |
| 工程业务           | 0.84         | 17.02%        | 1.30         | 12.75%        |
| 土地整理业务         | 0.00         | -             | 0.00         | -             |
| 商业租赁           | 0.57         | -15.06%       | 0.41         | 9.17%         |
| 混凝土销售          | 0.00         | -             | 0.00         | -             |
| 砌块材料类销售        | 0.65         | 26.49%        | 0.62         | 26.58%        |
| 贸易收入           | 0.36         | 0.04%         | 0.00         | -             |
| 电商、食品销售收入      | 0.14         | -1.00%        | 0.00         | -             |
| <b>其他</b>      | <b>0.35</b>  | <b>22.78%</b> | <b>0.23</b>  | <b>40.26%</b> |
| <b>合计</b>      | <b>30.46</b> | <b>15.25%</b> | <b>25.75</b> | <b>15.50%</b> |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

**2021年公司拆迁安置收入保持增长，随着安置项目的建设和结算，未来收入较有保障；目前主要在建项目仍需投入较多资金，公司面临较大的资金压力**

作为聊城市东昌府区重要的基础设施建设主体，保障性住房项目的拆迁安置为公司主要业务。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。根据东昌府区政府公布房屋征收补偿的公告文件，聊城市东昌府区房屋征收中心与拆迁户签订补偿协议，公司根据该协议支付拆迁户补偿款，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。棚户区所在地的街道办事处负责组织拆迁施工，公司根据街道办事处的申请支付拆迁工程款和拆迁经费。拆迁补偿工作完成后，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，公司据此确认土地熟化收入。

安置房建设由子公司民安控股负责，根据民安控股与聊城市东昌府区住房和城乡建设局（以下简称“聊城市东昌府区住建局”）签订的《安置房委托建设协议》，民安控股组织完成安置房的开发建设，并与聊城市东昌府区住建局结算。聊城市东昌府区住建局根据审核确认安置房项目建设总成本及开发管理费，其中开发管理费按照项目建设总成本的 10%<sup>4</sup>计提，形成回购棚改房屋销售收入。

2021年公司完成拆迁的项目主要为付庄、董桥及王卷帽项目等，实现土地熟化收入 11.87 亿元，同比增长 23.01%，主要系棚改业务规模扩大，拆迁户增加；毛利率较上年有所增加，主要系当年拆迁区域加成比例较高。截至 2021 年末，公司存货中尚有 61.85 亿元的土地熟化成本，未来土地熟化收入较有保障，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。

<sup>4</sup> 实际操作过程中，公司工程交接验收后，东昌府区财政局按照审计机构确认的项目建设成本加成 10%-15% 作为公司利润，对手方为东昌府区住建局。



表10 2020-2021 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         | 补偿情况              |                  |                   |
|--------|-----------|--------------|-------------------|------------------|-------------------|
|        |           |              | 房屋补偿              | 现金补偿             | 确认收入              |
| 2021 年 | 董桥        | 146          | 10,539.39         | 1,171.04         | 11,710.43         |
|        | 郑坑王屯      | 75           | 5,350             | 617.47           | 5,967.47          |
|        | 付庄        | 155          | 11,100            | 1,342.76         | 12,442.76         |
|        | 南朱        | 117          | 7,480             | 1,868.5          | 9,348.5           |
|        | 陈口        | 68           | 4,923             | 547.34           | 5,470.34          |
|        | 五环工程柳园段   | 35           | 2,276             | 340.77           | 2,616.77          |
|        | 五环工程嘉明段   | 10           | 388               | 42.05            | 430.05            |
|        | 五环工程道口铺段  | 110          | 7,612             | 1,037.81         | 8,649.81          |
|        | 五环工程闫寺段   | 146          | 10,413.52         | 1,287.07         | 11,700.59         |
|        | 王卷帽       | 630          | 4,4805            | 5,537.72         | 50,342.72         |
|        | <b>合计</b> | <b>1,492</b> | <b>104,886.91</b> | <b>13,792.53</b> | <b>118,679.44</b> |
| 2020 年 | 谷庄项目      | 112          | 5,929.20          | 692.13           | 6,621.33          |
|        | 后街项目      | 66           | 3,387.50          | 359.33           | 3,746.83          |
|        | 陈口项目      | 493          | 24,954.96         | 3,193.05         | 28,148.01         |
|        | 滨河大道项目    | 82           | 4,505.56          | 383.27           | 4,888.83          |
|        | 东关国际项目    | 771          | 47,523.66         | 5,546.48         | 53,070.14         |
|        | <b>合计</b> | <b>1,524</b> | <b>86,300.88</b>  | <b>10,174.26</b> | <b>96,475.14</b>  |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年聊城市东昌府区住建局开始对安置项目进行结算，随着结算项目的增加，2021年公司安置业务收入增长较多。2020年确认收入的项目主要为郑坑王屯片区、白庄片区、母向庄片区棚户区改造项目，公司共实现回购棚改房屋销售收入11.52亿元，毛利率13.93%；2021年确认收入的项目主要为陈口、孔堂、姚庄安置区项目，公司共实现回购棚改房屋销售收入13.64亿元，毛利率15.34%。安置房项目的结算大幅提升了公司的收入水平。截至2021年末，公司在建待结算安置项目主要有缤纷日月城项目、前罗项目，已投资32.99亿元，未来收入较有保障，但受东昌府区财政安排的影响，未来业务回款时间存在一定的不确定性。

此外，公司将部分安置后剩余的房屋对外销售，并对部分区位较好、可出售比例较高的项目，公司采取自建自销的方式，将安置后剩余的房屋及配套设施自行对外销售，对外销售均采用市场化拍卖的模式。2020年公司共拍卖保障房281套，主要为郑坑、白庄、母向庄等安置区，共实现销售收入2.03亿元；2021年公司共拍卖保障房221套，主要为陈口、孔堂、姚庄安置区项目，共实现销售收入2.04亿元。公司房屋销售情况受项目完工进度以及政府统一规划安排影响，2021年房屋销售收入持续增长，对公司业务收入形成了较好补充；受拍卖房源地理位置及打包销售模式影响，2021年公司拍卖棚改房屋销售业务毛利率较上年有所下降。



截至2021年末，公司在建项目主要为拆迁安置项目，预计总投资192.62亿元，已投资91.35亿元，后续尚需投入101.27亿元，公司面临较大的资金压力。此外，公司还有部分自建项目，中通新能源产业园项目建成后拟由中通客车控股股份有限公司回购，2021年末该项目已投资6.85亿元，尚需投资0.35亿元。

**表11 截至 2021 年末公司主要在建项目情况（单位：亿元）**

| 项目名称           | 总投资           | 已投资          |
|----------------|---------------|--------------|
| <b>拆迁安置项目：</b> |               |              |
| 东关国际片区         | 12.54         | 5.52         |
| 王卷帽项目          | 8.29          | 8.18         |
| 前罗项目           | 23.21         | 12.76        |
| 图腾羡林苑片区        | 5.67          | 1.47         |
| 鑫亚片区           | 8.47          | 2.77         |
| 魏大庙项目          | 5.65          | 1.83         |
| 路庄             | 5.54          | 0.82         |
| 东姚             | 14.84         | 0.54         |
| 缤纷日月城项目        | 25.67         | 20.23        |
| 罗庄三期项目         | 7.95          | 7.24         |
| 岳庄项目           | 8.47          | 2.70         |
| 郑官屯            | 12.18         | 6.32         |
| 付庄片区           | 9.17          | 3.96         |
| 马官屯            | 16.22         | 8.48         |
| 八东八西           | 10.01         | 0.09         |
| 郭庄             | 7.49          | 2.54         |
| 代庄             | 8.72          | 5.65         |
| 后街三期           | 2.53          | 0.26         |
| <b>小计</b>      | <b>192.62</b> | <b>91.35</b> |
| <b>自建项目：</b>   |               |              |
| 中通新能源产业园       | 7.20          | 6.85         |
| <b>合计</b>      | <b>199.82</b> | <b>98.20</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2021年公司仍未开展土地整理业务，且公司目前无在整理的土地项目，未来需关注该业务收入的持续性**

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。公司与东昌府区财政局结算，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。自2019年



起公司未开展土地整理业务，未新增验收土地，未来该业务开展情况受当地土地利用总体规划影响，存在一定的不确定性。

### 工程业务、商业租赁业务、商品销售及贸易业务等对公司收入及利润形成一定补充

工程业务主要由公司子公司聊城市江泰城市建设发展有限公司（以下简称“江泰建设”）与山东鲁浩市政工程有限公司（以下简称“鲁浩市政”）负责，主要承接东昌府区的市政道路建设工程项目。受业务量变动的影响，2020-2021年公司工程业务收入有所波动。

公司租赁收入主要来源于自持房产的对外出租。2018年公司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，年租金4,150.00万元，每年缴纳一次租金，租赁期限为2018年5月3日-2028年5月5日；此外，公司将美乐商场、安泰城投大厦、兴华路办公楼及西安交大科技园等房屋出租获得租赁收入。2021年公司新增租赁物业安泰城投大厦<sup>5</sup>，当期产生租赁收入240万元；2021年公司租赁业务出现亏损，毛利率为-15.06%，主要系2020年政府划拨的办公楼等租赁物业于2021年集中计提折旧，且未实现收入所致。

商品销售业务主要由公司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负责，主要实现混凝土、砌块材料类销售收入，还有少量钢材、黑面粉销售收入。由于聊城安鑫砼业有限公司2020年不再纳入公司合并范围，2020年公司未实现混凝土销售收入。目前公司商品销售业务主要为砌块材料类销售，2020-2021年确认砌块材料类销售收入分别为0.62亿元、0.65亿元，同期毛利率较为稳定。

贸易业务主要由公司子公司青岛泰禾永晟实业发展有限公司（以下简称“泰禾实业”）负责，市场销售以大宗商品电解铜、锌锭、铝锭为主，主要合作客户有苏州融丰华业商贸有限公司、天津金苏建筑工程有限公司等。2021年公司实现贸易收入0.36亿元，毛利率为0.04%，盈利能力较弱。

电商、食品销售业务主要由公司子公司聊城市东昌府区泰禾农业发展有限公司（以下简称“泰禾农业”）负责，主要承接农村电商产业链的打造与运营，同时为聊城市当地的大型超市提供货源，主要合作客户有山东聊城亿沣连锁超市有限公司。2021年公司实现电商、食品销售收入0.14亿元，毛利率为-1.00%，业务略有亏损。

### 公司继续获得当地政府的较大支持

为提高公司持续经营能力，保障公司的项目建设与运营发展，东昌府区政府在资金、资产注入以及财政补贴方面继续给予公司较大支持。

2021年由于购入子公司股权、子公司增资及政府资本投入，公司资本公积合计增加11.33亿元。财

<sup>5</sup> 安泰城投大厦在公司存货科目中，且未办妥不动产权证。

政补贴方面，2021年公司获得政府补助收入0.80亿元，计入其他收益，一定程度提升了公司的利润水平。

## 六、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2020-2021年审计报告，报告采用新会计准则编制。2021年公司合并报表范围内新增2家一级子公司，减少1家一级子公司。截至2021年末，公司纳入合并范围的一级子公司为17家，详见附录四。

### 资产结构与质量

公司资产规模持续增长，资产构成中以待结算拆迁安置项目、土地使用权及应收款项为主，且受限资产规模较大，整体流动性较弱

随着融资规模扩大、拆迁项目的推进及并入子公司等原因，公司资产规模持续增长，截至2021年末，公司资产总额达307.78亿元，同比增长23.74%，但需关注2020年政府划拨的苗圃与投资性房地产等资产仍没有办理相关产权证明。从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2021年末流动资产占总资产比重为84.16%，较上年有所增加。

表12 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目             | 2021 年        |                | 2020 年        |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|                | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
| 货币资金           | 8.19          | 2.66%          | 8.11          | 3.26%          |
| 预付款项           | 22.13         | 7.19%          | 11.50         | 4.62%          |
| 其他应收款          | 29.03         | 9.43%          | 26.13         | 10.50%         |
| 存货             | 196.11        | 63.72%         | 153.01        | 61.52%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>259.02</b> | <b>84.16%</b>  | <b>201.64</b> | <b>81.07%</b>  |
| 长期股权投资         | 17.71         | 5.75%          | 17.47         | 7.02%          |
| 投资性房地产         | 19.41         | 6.31%          | 18.87         | 7.59%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>48.76</b>  | <b>15.84%</b>  | <b>47.09</b>  | <b>18.93%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>307.78</b> | <b>100.00%</b> | <b>248.74</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司货币资金规模为8.19亿元，其中受限货币资金3.91亿元系存单质押。公司预付款项为预付的拆迁安置项目工程款，主要预付对象为中国葛洲坝集团三峡建设工程有限公司，随着项目的推进，2021年预付款项持续增长。其他应收款主要系公司对外借款及往来款，截至2021年末，公司其他应收款为29.03亿元，前五大其他应收款余额为21.07亿元，占比72.57%；主要为应收山东金柱集团有限公司（以下简称“金柱集团”）棚改专项款借款2.09亿元，应收聊城民安融富置业有限公司（以下简称“民安融富”）借款9.45亿元，应收聊城经济开发区昌润小额贷款股份有限公司委托贷款3.78亿元，应收聊城



东安国有资本运营集团有限公司及聊城市昌泰城镇建设有限责任公司往来款分别为2.47亿元、3.28亿元。其中金柱集团为民营企业，应收其棚改专项款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专项贷款资金，账龄在三年以上；民安融富系民安控股与聊城东海融富置业有限公司共同投资的项目公司，负责欢乐小镇项目的建设运营，该公司已被列入失信被执行人，需关注公司对民营企业、失信被执行人上述款项的回收情况。公司应收款项对资金形成较大占用且均未计提坏账准备，存在一定的回收风险。

公司存货主要为开发成本、土地熟化成本及郑济高铁项目成本，随着拆迁安置项目的增加和推进，公司存货账面价值持续增长。2021年末公司存货账面价值为196.11亿元，其中土地使用权土地性质均为出让，且部分处于受限状态；土地熟化成本账面价值61.85亿元，系保障房安置项目的拆迁补偿费用；郑济高铁项目成本为11.61亿元，主要为前期的征迁成本，公司作为东昌府区指定的铁路建设（郑济高铁、雄商高铁、聊邯长高铁）投融资平台，承担代收代支的角色，未来郑济高铁项目盈利模式尚未确定。整体来看，公司存货占比较高，未来土地熟化成本及开发成本的变现对东昌府区财政状况有较大依赖，且受东昌府区财政资金安排等因素影响，项目回款存在不确定性。

2021年末公司长期股权投资为17.71亿元，主要被投资单位为聊城市凤凰工业园投资开发有限公司、聊城嘉明城乡建设投资有限公司。投资性房地产主要由铁塔北商业楼、孟达商务中心等出租房屋建筑物构成，2021年末投资性房地产账面价值19.41亿元，采用成本模式计量。

截至2021年末，公司受限资产账面价值19.86亿元，占公司总资产的6.45%，受限资产具体包括货币资金、投资性房地产、存货及固定资产。

总体来看，2021年公司资产总额持续增长，但存货及其他应收款占比较高，且受限资产规模较大，公司整体资产流动性较弱。

## 收入质量与盈利能力

### 公司营业收入持续增长，政府补助对利润总额形成一定补充

2021年公司实现营业收入30.46亿元，同比增长18.29%，主要系当年拆迁安置收入增长较多所致。公司待确认收入的开发成本及土地熟化成本较多，可为未来收入提供保障。2020-2021年公司销售毛利率趋于稳定，主营业务盈利能力尚可。

2021年公司获得政府补助收入0.80亿元，占利润总额的比重为25.72%，仍对利润总额形成一定补充。

表13 公司主要盈利指标（单位：亿元）

| 指标名称 | 2021 年  | 2020 年  |
|------|---------|---------|
| 收现比  | 172.54% | 161.77% |

|       |        |        |
|-------|--------|--------|
| 营业收入  | 30.46  | 25.75  |
| 营业利润  | 3.05   | 3.04   |
| 其他收益  | 0.84   | 0.94   |
| 利润总额  | 3.11   | 3.04   |
| 销售毛利率 | 15.25% | 15.50% |

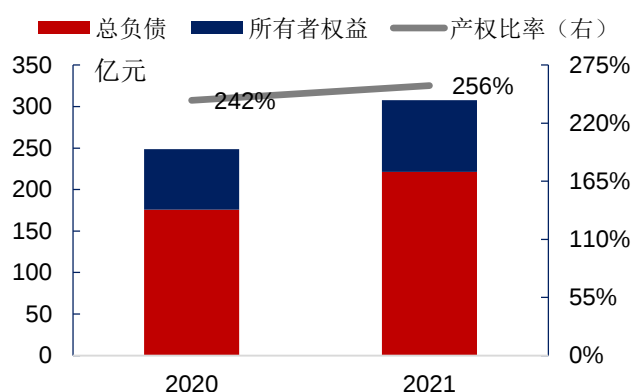
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续增加，利润对债务的覆盖程度较弱，面临较大的债务偿付压力

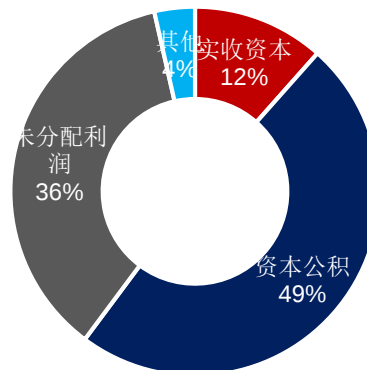
随着融资规模的扩大，公司负债总额持续增长，截至2021年末，公司负债总额为221.22亿元，同比增长25.74%；受益于经营活动盈余的积累及政府资本注入，公司所有者权益持续增长；截至2021年末，公司产权比率为256%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

图 3 2021 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2021 年审计报告，中证鹏元整理

2021年末公司负债以流动负债为主，流动负债占比59.53%。

截至2021年末，公司短期借款余额4.62亿元，主要为担保、质押借款。公司应付账款主要为应付前罗片区、五环工程片区及东姚片区的拆迁补偿款、应付山东聊建集团有限公司的项目工程款、应付聊城市友好房地产开发有限公司购房款。公司预收款项主要为预收超过房屋补偿面积的差价房款及预收购房款，公司自2021年1月1日起施行《新收入准则》，将预收款项科目调整为合同负债科目，2021年增幅较大，主要系预收姚庄片区等项目购房款增加。公司其他应付款主要为应付诚信保证金及往来款，2021年末为37.16亿元，较2020年末增长较多，主要系应付聊城市东昌府区财政局款项增加所致。

公司长期借款规模有所下降，截至2021年末，长期借款余额45.41亿元，主要由担保、信用、抵押借款构成。2021年末公司应付债券余额为34.50亿元；长期应付款余额为9.63亿元，较2020年末减少38.27%，其中应付融资租赁款3.84亿元。截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债余额为18.86亿

元，包括一年内到期的长期借款、一年内到期的长期应付款。此外，公司一年内到期的应付债券余额为46,624.50万元，由于账务处理的原因，未计入在一年内到期的非流动负债科目。

表14 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目             | 2021 年        |                | 2020 年        |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|                | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
| 短期借款           | 4.62          | 2.09%          | 1.92          | 1.09%          |
| 应付账款           | 7.58          | 3.42%          | 11.20         | 6.37%          |
| 预收款项           | 0.00          | 0.00%          | 35.18         | 20.00%         |
| 合同负债           | 56.09         | 25.35%         | 0.00          | 0.00%          |
| 其他应付款          | 37.16         | 16.80%         | 25.62         | 14.56%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 18.86         | 8.53%          | 0.00          | 0.00%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>131.68</b> | <b>59.53%</b>  | <b>74.89</b>  | <b>42.57%</b>  |
| 长期借款           | 45.41         | 20.53%         | 59.87         | 34.03%         |
| 应付债券           | 34.50         | 15.59%         | 25.56         | 14.53%         |
| 长期应付款          | 9.63          | 4.35%          | 15.60         | 8.87%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>89.54</b>  | <b>40.47%</b>  | <b>101.04</b> | <b>57.43%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>221.22</b> | <b>100.00%</b> | <b>175.93</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

公司总债务持续增长，截至2021年末，公司总债务为114.21亿元，占总负债比重为52%；公司短期债务占比上升，截至2021年末，短期债务占总债务的比例为31%。

图 4 公司债务占负债比重

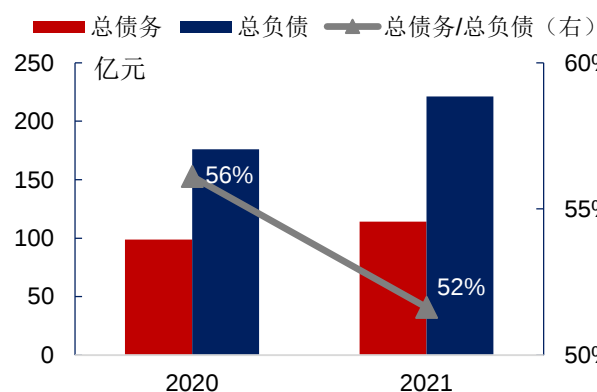
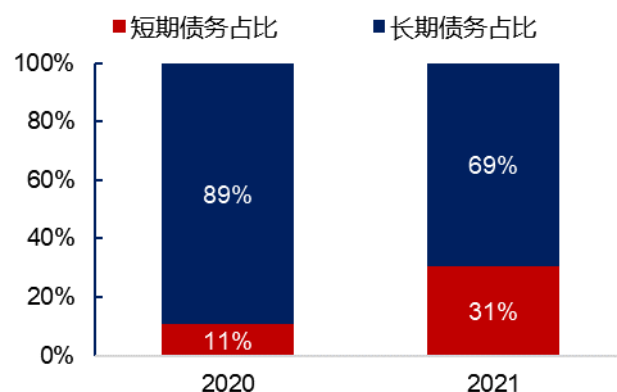


图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力方面，由于融资规模较大，公司资产负债率水平较高，2021年末为71.88%。现金短期债务比大幅下降，截至2021年末，公司现金短期债务比为0.36，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱，公司存在较大的短期偿债压力。2021年公司EBITDA利息保障倍数较上年有所下降，随着总债务规模的持续增长，EBITDA对利息支出的保障能力下降，公司面临较大的偿债压力。

表15 公司偿债能力指标



| 指标名称          | 2021 年 | 2020 年 |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 71.88% | 70.73% |
| 现金短期债务比       | 0.36   | 1.15   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.70   | 0.88   |

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月7日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司本部公开市场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。

此外，根据子公司民安控股的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月6日），民安控股不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

### 或有事项分析

截至2021年末，公司对外担保余额合计78,895.07万元，占当期末净资产的9.11%，除被担保对象邦成建设为民营企业，其余均为地方国企，对外担保规模较大且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

表16 截至 2021 年末公司对外担保情况（单位：万元）

| 被担保方             | 担保余额      | 是否有反担保 |
|------------------|-----------|--------|
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司 | 17,700.00 | 否      |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司 | 14,900.00 | 否      |
| 聊城市新启点教育发展有限公司   | 13,780.00 | 否      |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司 | 10,000.00 | 否      |
| 聊城市新启点教育发展有限公司   | 6,590.00  | 否      |
| 山东聊城市邦成建设有限公司    | 2,500.00  | 否      |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司 | 6,919.02  | 否      |
| 聊城金安新能源热力运营有限公司  | 3,000.00  | 否      |
| 聊城金安新能源热力运营有限公司  | 1,000.00  | 否      |
| 聊城安通汽车租赁有限公司     | 950.00    | 否      |
| 聊城市新启点教育发展有限公司   | 950.00    | 否      |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司 | 606.05    | 否      |
| 合计               | 78,895.07 | -      |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理



## 八、抗风险能力分析

近年聊城市东昌府区区域经济保持增长，公司作为聊城市东昌府区重要的基础设施投资建设主体，承担东昌府区保障性住房项目的投融资、实施与运营等职能，业务竞争力较强。2019-2021年公司拆迁安置业务收入持续增加，截至2021年末，公司主要在建拆迁安置项目计划总投资规模较大，业务持续性较好。近年东昌府区政府以资金、资产注入和股权划拨等方式对公司及子公司提供较多支持，同时公司持续获得政府补贴，提升了公司的资本实力和利润水平。从收现比看，公司近年政府回款情况表现较好。

但需注意，公司资产以存货及其他应收款为主，且受限资产规模较大，资产整体流动性较弱；存货主要为待确认的土地熟化成本、开发成本，存货变现对东昌府区财政状况有较大依赖，且受东昌府区财政资金安排等因素影响，项目回款存在不确定性。近年公司经营活动净现金流波动较大，截至2021年末，公司主要在建拆迁安置项目尚需投资规模较大，存在较大的资金压力。近年公司短期债务占比持续上升，现金短期债务比波动下降，现金类资产对短期债务的覆盖能力较弱；另外公司总债务规模持续增长，EBITDA对利息支出的保障能力下降，考虑到公司主要在建项目尚需较多投资，后续融资规模可能继续攀升，公司面临较大的偿债压力。截至2021年末，公司对外担保余额较大，除被担保对象山东聊城市邦成建设有限公司为民营企业，其余均为地方国企，规模较大且均无反担保措施，存在一定的或有负债风险。

## 九、债券偿还保障分析

### 债券保障措施分析

重庆进出口提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保仍能够进一步保障“16安泰债01/PR安泰01”的安全性

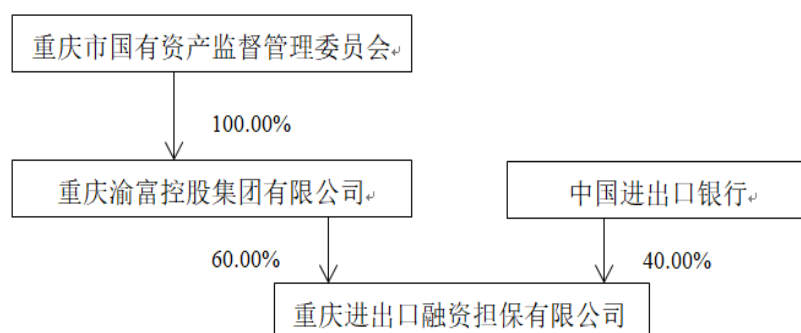
重庆进出口作为担保人为“16安泰债01/PR安泰01”向债券持有人出具了担保函。担保人在该担保函中承诺，对“16安泰债01/PR安泰01”的到期兑付提供全额无条件的不可撤销的连带责任保证担保。在“16安泰债01/PR安泰01”存续期及到期时，如公司不能全部或部分兑付债券本息，担保人应承担担保责任，将兑付资金划入债券登记托管机构或主承销人指定的账户。担保人保证的范围包括“16安泰债01/PR安泰01”的本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应付的费用。

担保人承担保证责任的期间为“16安泰债01/PR安泰01”存续期及“16安泰债01/PR安泰01”到期之日起二年，“16安泰债01/PR安泰01”持有人在此期间内未要求保证人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

重庆进出口融资担保有限公司由重庆渝富资产经营管理集团有限公司和中国进出口银行于2009年共同组建，初始注册资本10亿元；2018年9月4日，重庆进出口第一大股东由重庆渝富资产经营管理集团有

限公司变更为重庆渝富控股集团有限公司（以下简称“渝富集团”）；历经多次增资，截至2020年末，重庆进出口注册资本和实收资本均为30亿元，重庆进出口股东为渝富集团和中国进出口银行，持股比例分别为60%和40%，实际控制人为重庆市国有资产监督管理委员会，股权结构如下图所示。

**图6 截至2020年末重庆进出口股权结构图**



资料来源：重庆进出口提供

重庆进出口主要从事融资性担保（债券融资担保、银行融资担保等）、非融资性担保（诉讼保函、履约保函等），以及委托贷款、财务顾问等业务。2018-2020 年重庆进出口分别实现营业收入 45,379.63 万元、56,106.89 万元和 69,436.56 万元，营业收入规模整体保持增长。从收入结构来看，重庆进出口营业收入主要来源于担保费收入。

**表17 重庆进出口营业收入构成情况（单位：万元）**

| 项目        | 2020 年           |                | 2019 年           |                | 2018 年           |                |
|-----------|------------------|----------------|------------------|----------------|------------------|----------------|
|           | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             | 金额               | 占比             |
| 已赚担保费     | 51,558.26        | 74.25%         | 34,703.19        | 61.85%         | 27,181.82        | 59.90%         |
| 利息收入      | 11,178.44        | 16.10%         | 12,168.50        | 21.69%         | 8,604.58         | 18.96%         |
| 投资收益      | 5,914.30         | 8.52%          | 8,421.00         | 15.01%         | 8,500.25         | 18.73%         |
| 其他收入      | 785.56           | 1.13%          | 814.20           | 1.45%          | 1,092.98         | 2.41%          |
| <b>合计</b> | <b>69,436.56</b> | <b>100.00%</b> | <b>56,106.89</b> | <b>100.00%</b> | <b>45,379.63</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2020 年末，重庆进出口资产总额为 636,020.22 万元，所有者权益合计为 383,731.71 万元；2020 年度，重庆进出口实现营业总收入 69,436.56 万元，利润总额 24,046.06 万元。

**表18 近年重庆进出口主要财务数据（单位：万元）**

| 项目      | 2020 年     | 2019 年     | 2018 年     |
|---------|------------|------------|------------|
| 总资产     | 636,020.22 | 617,204.16 | 565,248.25 |
| 所有者权益合计 | 383,731.71 | 367,240.15 | 354,313.87 |
| 营业收入    | 69,436.56  | 56,106.89  | 45,379.63  |
| 担保费收入   | 51,558.26  | 34,703.19  | 27,181.82  |
| 利润总额    | 24,046.06  | 20,605.37  | 17,527.99  |



|          |       |           |           |
|----------|-------|-----------|-----------|
| 净资产收益率   | 5.40% | 4.83%     | 4.39%     |
| 融资担保责任余额 | -     | 3,009,275 | 2,822,038 |
| 准备金覆盖率   | -     | 5.77%     | 5.41%     |
| 融资担保放大倍数 | -     | 8.19      | 7.96      |
| 当期担保代偿率  | -     | 1.63%     | 2.14%     |

资料来源：重庆进出口 2018-2020 年审计报告、重庆进出口提供，中证鹏元整理

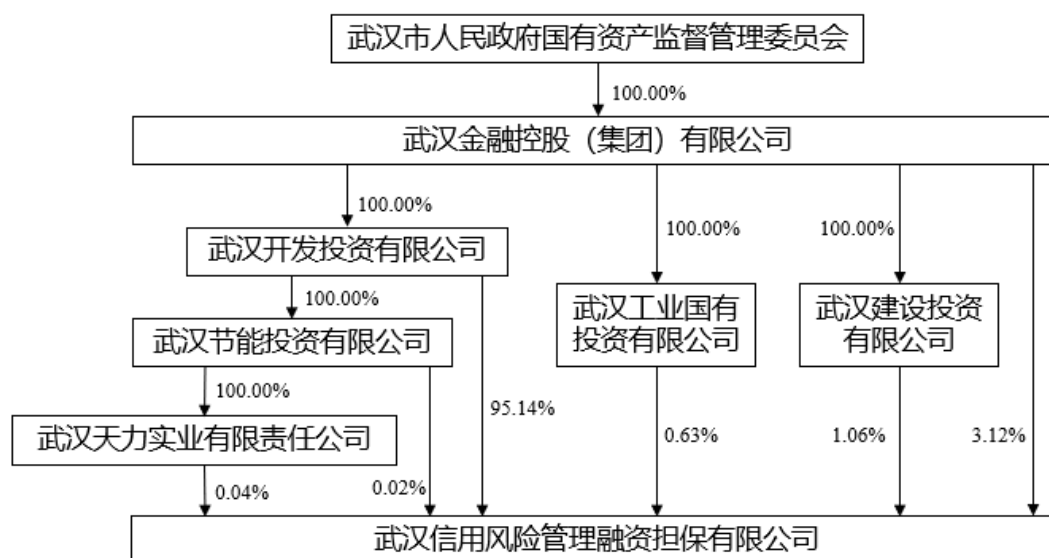
经中证鹏元综合评定，重庆进出口主体信用等级为AA+，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保能有效提升“16安泰债01/PR安泰01”的安全性。

武汉信用提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保提升了“21安泰专项债/21安泰债”的安全性

“21安泰专项债/21安泰债”由武汉信用提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证范围为“21安泰专项债/21安泰债”本金及其利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保人承担保证责任的期间为债券存续期限及届满之日起两年。债券持有人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，担保人免除保证责任。

武汉信用风险管理融资担保有限公司成立于2000年2月，系由武汉开发投资有限公司（以下简称“武汉开投”）、武汉建设投资有限公司、武汉节能投资有限公司等7家企业共同出资组建，初始注册资本为1亿元。武汉信用成立后经股东多次增资，资本规模大幅增长。截至2021年末，武汉信用实收资本为100亿元，控股股东为武汉开投，武汉开投对武汉信用的直接持股比例为95.14%，最终控制人为武汉市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“武汉市国资委”），武汉信用股权结构如下图所示。

图 7 截至 2021 年末武汉信用股权结构图



资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用为武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”）下属专业融资担保公司。2021年以前武汉信用主营业务包括融资担保、通过子公司经营委托贷款和融资租赁等。2021年武汉信用将开展委托贷款业务的子公司武汉信用投资集团股份有限公司（以下简称“武信投资”）股权转让给武汉开投。目前武汉信用经营范围主要包括债券担保、借款担保、票据承兑担保、信用证担保以及互联网金融产品担保等业务。

武汉信用于2001年进入担保行业，成立初期主要从事个人消费贷款的信用担保服务业务。2006年借助地方投融资体系改革的契机，武汉信用整合了武汉市市属财政出资建立的三家担保机构——武汉中小企业信用融资担保有限公司（以下简称“中小担保”）、武汉信用融资担保（集团）股份有限公司（以下简称“担保集团”）和武汉市创业融资担保有限公司（以下简称“创业担保”），担保业务种类和规模进一步扩大。2021年武汉信用将子公司武信投资股权转让给武汉开投，其下属担保集团和中小担保亦随之转出，不再并表核算。目前武汉信用的担保业务板块由武汉信用本部及创业担保负责运营，其中创业担保承担政策性担保职能，本部以商业性融资担保业务以及资本市场直接融资担保业务为主。

2019-2020年，武汉信用委托贷款业务收入占比较高，为武汉信用重要收入来源；2019年以来武汉信用大力发展债券担保业务，同时清理委托贷款资产。2021年武信投资股权转让给武汉开投后，委贷业务随之转出，导致2021年武汉信用营业收入较上年末同比大幅下降67.10%。

**表19 武汉信用营业收入构成情况（单位：亿元）**

| 项目        | 2021 年      |                | 2020 年       |                | 2019 年       |                |
|-----------|-------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
|           | 金额          | 占比             | 金额           | 占比             | 金额           | 占比             |
| 担保费收入     | 1.03        | 12.41%         | 1.75         | 6.95%          | 0.84         | 3.02%          |
| 债权投资收入    | 1.92        | 23.13%         | 22.07        | 87.47%         | 24.48        | 87.64%         |
| 融资租赁收入    | 1.57        | 18.92%         | 0.56         | 2.21%          | 0.00         | 0.00%          |
| 其他业务收入    | 3.78        | 45.54%         | 0.85         | 3.37%          | 2.61         | 9.34%          |
| <b>合计</b> | <b>8.30</b> | <b>100.00%</b> | <b>25.23</b> | <b>100.00%</b> | <b>27.93</b> | <b>100.00%</b> |

注：其中其他业务收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入

资料来源：武汉信用 2019-2021 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用担保业务主要以直接融资担保业务为主。武汉信用直接融资担保业务主要为债券担保业务，业务范围分布在湖北省、江西省、江苏省等区域，业务结构主要为城投类企业发行的企业债和私募债，客户主体信用级别主要为AA级。2019年以来，武汉信用加大了直接融资担保业务拓展力度，使得2020年以来直接融资担保业务规模明显上升，截至2021年末武汉信用直接融资担保余额为97.06亿元，2021年在保余额下降较多主要系武汉信用分保业务当年解保到期规模较大。武汉信用的间接融资担保产品主要包括流动资金贷款担保、银行承兑汇票担保和固定资产贷款担保等，主要客户为当地国企和中小微民营企业，担保费收费标准集中在2.0%/年-2.5%/年之间。考虑到近年中小企业信用风险整体有所上升，武



汉信用加强了对担保业务风险管控，尤其对部分传统行业及产能过剩型企业加以限制，同时加大对担保客户资质及运营情况的评估，使得2019-2021年间接担保业务规模持续收缩。截至2021年末，武汉信用间接融资担保余额为6.32亿元，较2019年末下降63.97%。武汉信用表示未来的担保业务主要方向为债券市场担保，客户以主体评级AA及以上的地方城投公司为主。中证鹏元将持续跟进未来武汉信用直接融资担保业务的区域、客户风险状况。

武汉信用累计担保代偿率处于较低水平、累计代偿回收率处于较高水平，现阶段担保业务整体风险可控。受宏观经济增速放缓、部分行业风险显现的影响，武汉信用累计担保代偿规模有所增加，截至2021年末累计担保代偿额为9.70亿元，累计代偿率为0.94%；2021年武汉信用当期担保代偿率为0.47%，较2020年明显下降，主要系当年担保发生额大幅减少及解除担保规模大幅增加。代偿回收方面，武汉信用积极采取法律诉讼、处置反担保物以及资产重组等方式进行资产保全；截至2021年末，武汉信用累计收回代偿款7.97亿元，累计代偿回收率为82.17%，处于较高水平。

截至2021年末，武汉信用未到期责任准备金、担保赔偿准备金、一般风险准备余额分别为0.46亿元、0.90亿元及0.83亿元，担保风险准备金合计为2.20亿元，武汉信用担保风险准备金对应收代偿款净额的覆盖率为126.98%，拨备覆盖水平较以前年度有所下降。

**表20 武汉信用担保业务发展情况（单位：亿元）**

| 项目          | 2021 年  | 2020 年  | 2019 年  |
|-------------|---------|---------|---------|
| 期末在保余额      | 103.38  | 199.42  | 37.70   |
| 其中：间接融资担保余额 | 6.32    | 16.72   | 17.54   |
| 直接融资担保余额    | 97.06   | 182.69  | 20.16   |
| 当期解除担保额     | 150.03  | 22.65   | 31.92   |
| 融资担保责任余额    | 88.22   | 167.58  | 34.40   |
| 融资担保放大倍数    | 0.68    | 1.16    | 0.28    |
| 当期担保代偿额     | 0.70    | 1.26    | 0.48    |
| 当年代偿率       | 0.47%   | 5.58%   | 1.51%   |
| 累计代偿回收率     | 82.17%  | 74.77%  | 86.50%  |
| 累计担保代偿率     | 0.94%   | 1.02%   | 0.90%   |
| 担保风险准备金     | 2.20    | 3.93    | 1.72    |
| 拨备覆盖率       | 126.98% | 172.97% | 164.51% |

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

截至2021年末，武汉信用资产总额为242.41亿元。2021年末武汉信用货币资金为4.48亿元，其中受限资金1.15亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保证金；2020年末武汉信用应收账款主要为武信投资名下的委托贷款本金和利息，2021年随着武信投资的划出，武汉信用委托贷款全部转至股东武汉开投，应收账款主要为应收代偿款，期末账面价值为1.76亿元。截至2021年末，武汉信用其他应收款规模合计为183.01亿元，主要为应收关联方武信投资的款项，款项回收情况存在不确定性。另外，武汉信用债权投

资中定向债权11.98亿元。上述其他应收款和债权投资占2021年末武汉信用总资产比重为80.44%，整体来看武汉信用资产流动性较弱。

较大的其他应收款规模导致武汉信用担保III级资产占比达到98.16%，不满足监管对III级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款占比不高于30%的要求。武汉信用表示，其计划在未来三年时间内持续压降其他应收款规模。具体为，于2022年压降其他应收款30亿元，于2023年压降其他应收款40亿元，于2024年压降其他应收款66亿元，上述工作完成后，预计到2024年末，武汉信用其他应收款压降至34亿元，III级资产规模符合监管指标要求。中证鹏元将持续跟进前述武汉信用其他应收款压降计划的执行情况。

截至2021年末，武汉信用负债总额为112.91亿元。武汉信用其他应付款主要为关联方往来款和外部单位往来款，2021年末规模为53.05亿元，其中关联方往来款26.09亿元，主要系应付武汉金控及武汉开投往来款，外部单位往来款22.41亿元。武汉信用有息负债主要为向银行、租赁等金融机构借款，其中大部分借款由武汉金控提供保证担保，体现出武汉金控对武汉信用在融资方面支持力度较大。2021年末，武汉信用有息债务规模为78.72亿元（含外部单位往来款），其中短期债务规模为9.07亿元（不含外部单位往来款），同期货币资金余额仅为4.48亿元，对短期债务覆盖程度不足。

盈利能力方面，武汉信用有息债务规模较大，导致2019-2020年末财务费用在营业成本中的比重保持在较高水平，使得武汉信用净资产收益率保持在较低水平，盈利能力较弱，净利润增长乏力。2021年随着武信投资划出，债务规模及财务费用大幅下降。

**表21 武汉信用主要盈利指标情况（单位：亿元）**

| 项目     | 2021年 | 2020年 | 2019年 |
|--------|-------|-------|-------|
| 营业总收入  | 8.30  | 25.23 | 27.93 |
| 营业总成本  | 1.46  | 35.57 | 24.64 |
| 财务费用   | 1.21  | 31.60 | 22.99 |
| 投资收益   | 0.84  | 18.94 | 1.09  |
| 营业利润   | 7.65  | 6.88  | 5.27  |
| 利润总额   | 7.61  | 7.65  | 5.28  |
| 净利润    | 6.39  | 6.54  | 4.01  |
| 净资产收益率 | 4.66% | 4.64% | 3.03% |

资料来源：武汉信用2019-2021年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，武汉信用所有者权益总额为129.50亿元，较2020年末同比下降10.62%，主要系武信投资划出所致。2021年末武汉信用融资担保放大倍数为0.68，处于较低水平，未来担保业务发展空间较大，但考虑到武汉信用有息债务规模较高，且资产流动性较弱、货币资金等高流动性资产规模较小，其对武汉信用代偿能力产生的负面影响仍需关注。

从外部支持方面来看，武汉信用为武汉金控间接控股的子公司，实控人为武汉市国资委，股东背景



实力强，可在融资等方面给予武汉信用较大支持。

综上所述，武汉信用2019年以来担保业务规模增长较快，融资担保放大倍数处于较低水平，未来担保业务尚有一定规模的发展空间。但中证鹏元也关注到，武汉信用资产流动性较弱，其他应收款规模较大导致III级资产占比很高，未达到监管要求，未来面临较大的压降调整压力，且武汉信用的有息债务规模较大，存在一定偿债压力。经中证鹏元综合评定，武汉信用主体信用等级为AA+，评级展望为负面。

“21安泰专项债/21安泰债”由武汉信用提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，提升了“21安泰专项债/21安泰债”的信用水平。

## 十、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“16安泰债01/PR安泰01”信用等级为AA+，维持“16安泰债02/PR安泰02”信用等级为AA，维持“21安泰专项债/21安泰债”信用等级为AA+。



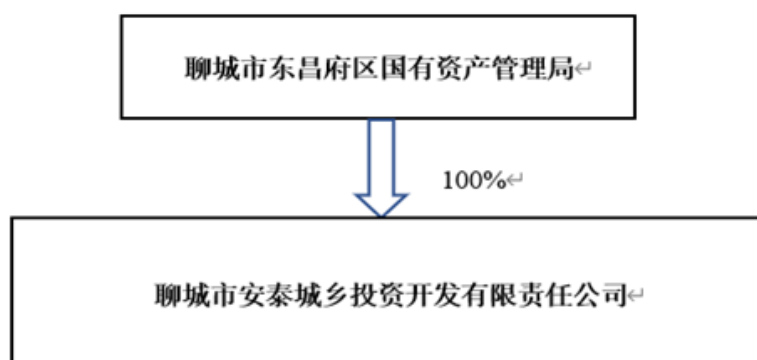
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2021 年  | 2020 年  | 2019 年  |
|---------------|---------|---------|---------|
| 货币资金          | 8.19    | 8.11    | 3.15    |
| 其他应收款         | 29.32   | 26.17   | 17.35   |
| 存货            | 196.11  | 153.01  | 125.74  |
| 流动资产合计        | 259.02  | 201.64  | 152.10  |
| 非流动资产合计       | 48.76   | 47.09   | 23.70   |
| 资产总计          | 307.78  | 248.74  | 175.80  |
| 短期借款          | 4.62    | 1.92    | 3.66    |
| 预收款项          | 0.00    | 35.18   | 19.90   |
| 合同负债          | 56.09   | 0.00    | 0.00    |
| 其他应付款         | 37.16   | 25.62   | 16.73   |
| 一年内到期的非流动负债   | 18.86   | 0.00    | 0.00    |
| 流动负债合计        | 131.68  | 74.89   | 63.02   |
| 长期借款          | 45.41   | 59.87   | 43.65   |
| 应付债券          | 34.50   | 25.56   | 10.24   |
| 长期应付款         | 3.84    | 15.60   | 6.66    |
| 非流动负债合计       | 89.54   | 101.04  | 65.31   |
| 负债合计          | 221.22  | 175.93  | 128.33  |
| 总债务           | 114.21  | 98.72   | 64.21   |
| 营业收入          | 30.46   | 25.75   | 16.54   |
| 所有者权益         | 86.56   | 72.81   | 47.47   |
| 营业利润          | 3.05    | 3.04    | 2.10    |
| 其他收益          | 0.84    | 0.94    | 1.19    |
| 利润总额          | 3.11    | 3.04    | 2.10    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -3.09   | -22.15  | -4.27   |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -6.60   | 0.05    | -7.13   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 4.43    | 27.77   | -0.34   |
| 财务指标          | 2021 年  | 2020 年  | 2019 年  |
| 销售毛利率         | 15.25%  | 15.50%  | 15.55%  |
| 收现比           | 172.54% | 161.77% | 176.37% |
| 资产负债率         | 71.88%  | 70.73%  | 73.00%  |
| 现金短期债务比       | 0.36    | 1.15    | 0.86    |
| EBITDA（亿元）    | 5.76    | 4.60    | 3.46    |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.70    | 0.88    | 1.11    |

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理



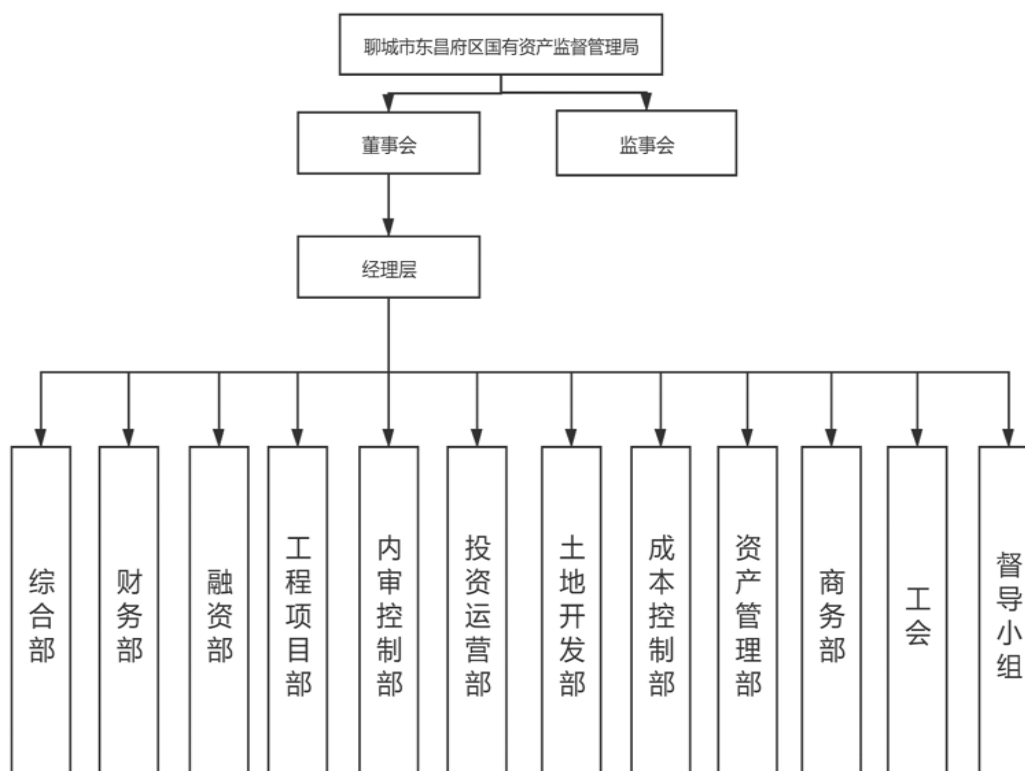
## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 年末）



资料来源：公司提供



## 附录四 2021 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况<sup>6</sup>（单位：万元）

| 公司名称                | 注册资本      | 持股比例    | 主营业务           |
|---------------------|-----------|---------|----------------|
| 聊城市民安控股建设有限公司       | 22,800.00 | 65.75%  | 房地产开发经营        |
| 山东鲁浩市政工程有限公司        | 3,000.00  | 90.00%  | 市政工程           |
| 聊城市清山环保科技有限公司       | 10,000.00 | 100.00% | 污水垃圾处理         |
| 聊城市江泰城市建设发展有限公司     | 10,000.00 | 100.00% | 园区运营管理         |
| 聊城市龙安节能建材有限公司       | 6,000.00  | 60.00%  | 建材销售           |
| 鹏铭(中国)融资租赁有限公司      | 30,000.00 | 75.00%  | 融资租赁业务         |
| 聊城市安云捷泰商贸有限公司       | 5,000.00  | 80.00%  | 商贸业务           |
| 山东晟泓农村开发建设有限公司      | 30,000.00 | 100.00% | 高标准农田、生态农业基地建设 |
| 山东葛泰环保科技有限公司        | 7,000.00  | 51.00%  | 环保技术研发、转让      |
| 聊城市馨泰养老产业有限公司       | 5,000.00  | 100.00% | 养老、养护服务        |
| 聊城市安芯人工智能公共服务平台有限公司 | 5,000.00  | 100.00% | 智能制造技术及相关产品    |
| 聊城兴泰商业发展有限公司        | 5,000.00  | 100.00% | 日用百货           |
| 会凌（山东）产业发展有限公司      | 8,000.00  | 100.00% | 园区管理服务、酒店管理    |
| 聊城泰达商业运营管理有限公司      | 3,000.00  | 100.00% | 房地产评估、租赁       |
| 聊城荣联智信商业运营管理有限公司    | 1,000.00  | 100.00% | 网上销售           |
| 聊城市昌元投资开发建设有限公司     | 50,000.00 | 100.00% | 投资开发           |
| 青岛泰禾永晟实业发展有限公司      | 10,000.00 | 100.00% | 金属材料、制品销售      |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

<sup>6</sup> 聊城安泰对聊城市民康置业有限公司尚未出资，聊城市民康置业有限公司尚未实际经营，故未列入合并范围内一级子公司。

## 附录五 主要财务指标计算公式

| 指标名称          | 计算公式                                                                             |
|---------------|----------------------------------------------------------------------------------|
| 销售毛利率         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$                         |
| 收现比           | $\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$                               |
| 资产负债率         | $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$                                         |
| 现金短期债务比       | $\text{现金类资产} / \text{短期债务}$                                                     |
| 现金类资产         | $\text{货币资金} + \text{交易性金融资产} + \text{应收票据} + \text{其他现金类资产调整项}$                 |
| EBITDA        | $\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$ |
| EBITDA 利息保障倍数 | $\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$                          |
| 短期债务          | $\text{短期借款} + \text{应付票据} + 1 \text{ 年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$            |
| 长期债务          | $\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{其他长期债务调整项}$                                   |
| 总债务           | $\text{短期债务} + \text{长期债务}$                                                      |

## 附录六 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。 |