



聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司 2022年公司债券信用评级报告

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。

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 2022年公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级	AA
评级展望	稳定
债券信用等级	AAA
评级日期	2022-08-03

评级观点

- 中证鹏元评定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 4.50 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券安全性极高，违约风险极低。
- 上述等级的评定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，以及中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”或“担保方”）提供的保证担保有助于提升本期债券安全性；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。

债券概况

发行规模：不超过 4.50 亿元

发行期限：7 年期，其中在本期债券存续期的第 3 个计息年度末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权

偿还方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，从第 3 个计息年度开始，逐年分别按照发行总额 20%、20%、20%、20% 和 20% 的比例偿还债券本金，本期债券存续期后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付；在本期债券存续期内第 3 个计息年度末，如投资者行使回售选择权，则回售部分债券本金在当期兑付日支付，未回售部分债券在本期债券存续期第 5 至第 7 个计息年度末分别按照剩余债券每百元本金值的 20% 比例偿还债券本金

发行目的：拟用于东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目、五七里铺（西地块）棚户区改造项目和补充公司营运资金

增信方式：保证担保

担保主体：中合中小企业融资担保股份有限公司

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

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

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。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。**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。
- **保证担保有助于提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，中合担保主体信用等级为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有助于提升本期债券的信用水平。

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，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。**公司近年资产负债率水平较高，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，债务到期较为集中；同时 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			
业务状况等级	业务持续性和稳定性	7	财务风险状况等级		
	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	品种一： AA+ 品种二： AA	2022-6-13	张颜亨、张晨	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）	阅读全文
AA/稳定	品种一： AA+ 品种二： AA	2016-3-25	王硕、王贞姬	城投公司主体长期信用评级方法（py_ff_2015V1.0） 、 城投公司主体长期信用评级模型（py_mx_2015V1.0）	阅读全文



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2021年末，公司注册资本为10.00亿元，实收资本为10.00亿元，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。

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。截至2021年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共17家，如附录四所示。

二、本期债券概况

债券名称：2022年聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司公司债券；

发行规模：不超过4.50亿元；

债券期限和利率：7年期，其中在本期债券存续期的第3个计息年度末附设公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，固定利率；

还本付息方式：每年付息一次，同时设置本金提前偿付条款，从第3个计息年度开始，逐年分别按照发行总额20%、20%、20%、20%和20%的比例偿还债券本金，本期债券存续期后五年每年的应付利息随当年兑付的本金部分一起支付；在本期债券存续期内第3个计息年度末，如投资者行使回售选择权，则回售部分债券本金在当期兑付日支付，未回售部分债券在本期债券存续期第5至第7个计息年度末分别按照剩余债券每百元本金值的20%比例偿还债券本金；

增信方式：中合担保为本期债券提供全额无条件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4.50亿元，资金投向明细如下：

表1 本期债券募集资金投向明细（单位：亿元）

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
东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目	6.01	0.70	11.66%
五七里铺（西地块）棚户区改造项目	13.35	2.00	14.98%
补充营运资金	-	1.80	-
合计	-	4.50	-

资料来源：公司提供

（一）东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目



1. 项目概况

项目建设地点位于东昌府区闫寺街道办事处石油公司储备库南邻，S1济聊高速北100米。项目主要围绕城乡农产品冷链物流作为服务内容，服务对象涉及临清市、茌平区、冠县、高唐等周边城乡。项目总占地面积342.62亩，总建筑面积136,355.00平方米。其中建设2层钢结构现代化标准冷藏仓库40,000.00平方米；4栋剪力墙结构孵化、检测中心（16层）、物流信息中心（10层）、研发中心（4层）及综合服务楼（9层）等33,659.00平方米；3层钢结构中转快运仓库，物流分拨仓库、公转铁系统等相关配套工程49,816.00平方米；地下停车场12,880.00平方米。项目建成后场区三分之一用于自主经营，其余租赁。

项目总投资6.01亿元，其中建筑工程费3.51亿元、工程建设其他费用1.81亿元、基本预备费0.27亿元、融资费用0.42亿元。

2. 项目审批情况

截至2021年末，东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目已获批复情况如下：

表2 东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目批复文件情况

文件名称	文号/备注	发文单位	出具时间
山东省建设项目备案证明（东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目）	-	山东省发改委	2020/6/19
关于东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目无需进行环评的说明	-	山东人和环保科技有限公司	2021/11/19
不单独进行节能审查的固定资产投资项目的能耗说明和节能承诺	-	建设单位	2020/11/11
土地证	鲁（2021）即城市不动产权第0046922号	中华人民共和国自然资源部	2021/9/17
	鲁（2021）即城市不动产权第0046925号		2021/9/17
	鲁（2021）即城市不动产权第0046930号		2021/9/17
	鲁（2021）聊城市不动产权第0046987号		2021/9/18
	鲁（2021）聊城市不动产权第0047002号		2021/9/18

资料来源：公司提供

3. 项目进度

东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目计划于2022年10月开工，截至目前，项目已完成前期准备工作，项目建设期为2年。

4. 项目收益

东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目主要由聊城安泰运营，收入主要来自租赁收入和经营收

入。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公司东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目可行性研究报告》，项目18年生产经营期内，预计收入合计18.75亿元；税后财务内部收益率为11.09%，税后投资回收期为10.08年。假设2022年本期债券发行成功，债券存续期间，预计本项目共可实现收入4.45亿元，净收益（可支配收入）2.73亿元。但需关注募投项目收益易受当地经济发展、政府规划及招商引资情况等因素影响存在不达预期的风险。

（二）五七里铺（西地块）棚户区改造项目

1. 项目概况

五七里铺（西地块）棚户区改造项目地块位于聊城市东昌府区新区街道，电大路以南、向阳路以东、墩台王路以西、七里铺街以北。项目规划用地面积71,842.00平方米，项目建设内容主要包括三部分：五七里铺村村民房屋的拆迁补偿、土地平整和安置房建设。

项目总投资13.35亿元，其中拆迁补偿费用0.34亿元，土地费用3.23亿元，建安工程费8.05亿元，工程建设其他费用0.51亿元，管理费用0.12亿元，基本预备费0.37亿元，建设期利息0.72亿元。

2. 项目审批情况

截至2021年末，五七里铺（西地块）棚户区改造项目已获批复情况如下：

表3 五七里铺（西地块）棚户区改造项目批复文件情况

文件名称	文号/备注	发文机关	出具时间
山东省建设项目备案证明（五七里铺（西地块）棚户区改造项目）	-	山东省发改委	2021/12/1
土地证	鲁（2022）聊城市不动产权第0000936号	中华人民共和国自然资源部	2021/11/19
建设用地规划许可证	聊政复[2021]77号	聊城市行政审批服务局	2022/1/24
关于五七里铺棚户区改造项目不需出具建设项目环境影响登记表的说明	-	建设单位	2021/12/1
社会稳定风险评估报备表	-	聊城市东昌府区政法委员会	2020/10/15

资料来源：公司提供

3. 项目进度

五七里铺（西地块）棚户区改造项目建设期为3年，计划于2022年9月开工建设，2025年10月竣工验收。

4. 项目收益



五七里铺（西地块）棚户区改造项目主要由公司子公司聊城市昌元投资开发建设有限公司运营，收入主要来自安置房定向销售收入、商业配套设施市场化销售收入、地下储藏室销售收入及地下车位销售收入。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五七里铺（西地块）棚户区改造项目申请报告》，项目4年生产经营期内，预计收入合计15.61亿元。假设2022年本期债券发行成功，债券存续期间，预计本项目共可实现收入15.61亿元，净收益（可支配收入）13.55亿元。考虑到地下储藏室、车位及商业配套的销售以及其他收入情况受当地经济发展、市场环境的影响较大，且安置房项目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。

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，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。

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。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 年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，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



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。

2019-2020 年，城投公司融资环境逐步宽松，但城投债大量发行使得隐性债务风险进一步积累；2021 年随着经济增长压力减轻，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

2019 年，在控制隐性债务风险前提下，城投公司合理融资需求得到保障，整体融资环境有所改善。2019 年 5 月，《关于防范化解融资平台公司到期存量地方政府隐性债务风险的意见》（国办函[2019]40 号）下发地方，以指导地方政府、金融机构开展隐性债务置换。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》，指出要合理保障必要在建项目后续融资。

2020 年，为了缓解疫情带来的经济下行压力，通过基建投资带动国内经济循环发展的需求大幅提高，城投公司作为地方基础设施建设主体，融资环境较为宽松。具体来看，自 2 月起，发改委、沪深交易所等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”。3 月，中共中央政治局常务会议提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，为城投公司提供了诸如智慧停车场、智慧园区、智慧交通等多个方面的项目机会。7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》（国办发[2020]23 号），提到支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

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》（国资发财评规[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



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。

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”¹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”²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

¹“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。

²“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。



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4 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
聊城市	2,642.52	8.4%	44,577.68	230.32	352.2
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5 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6 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100.86万³。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、西新河、徒骇河形成景观休闲带。

³ 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。

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7 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8 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9 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10 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 年平均营业收入	总债务 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、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《公司登记管理条例》及其他法律法规的规定，制定了《聊城市东昌府区安泰城乡投资开发有限责任公司章程》（以下简称“公司章程”），构建了现代企业法人治理结构和内部管理机制。

公司不设股东会，由股东行使职权，决定公司经营方针与发展战略规划，委派非由职工代表担任的董事、监事，指定董事长、监事会主席以及审议批准董事会报告、监事会报告、公司的利润分配方案和弥补亏损方案等事项。公司设董事会，董事会是公司经营管理的最高决策机构，对股东负责，向股东报告工作，执行股东的决议；董事会由5名董事组成，其中非职工代表董事3名，由股东委派产生，职工代表董事2名，由公司职工代表大会选举产生，董事会设董事长1名，由股东委派和更换。

公司设监事会，由5名监事组成，其中非职工代表监事3名，由股东委派产生，职工代表监事2名，由公司职工代表大会选举产生，监事会设主席1名，由股东从监事会成员中指定；监事会每年召开一次

会议，监事可以提议召开临时监事会会议。

组织架构方面，根据管理需要，公司内设综合部、财务部、融资部、工程项目部、内审控制部、投资运营部、土地开发部、成本控制部、资产管理部、商务部、工会及督导小组等12个职能部门，详见附录三。

六、经营与竞争

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。公司收入来源以拆迁安置项目和房屋销售为主，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。近年公司拆迁安置业务确认收入规模逐年增长，带动营业收入的持续增加。毛利率方面，公司销售毛利率整体平稳。

表11 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
拆迁安置业务：						
土地熟化	11.87	14.28%	9.65	12.85%	2.31	12.88%
棚改房屋销售	13.64	15.34%	11.52	13.93%	6.33	15.19%
小计	25.51	14.85%	21.17	13.44%	8.64	14.57%
房屋销售业务：						
拍卖棚改房屋销售	2.04	26.91%	2.03	33.83%	0.29	42.00%
工程业务	0.84	17.02%	1.30	12.75%	0.22	6.42%
土地整理业务	0.00	-	0.00	-	5.55	11.89%
商业租赁	0.57	-15.06%	0.41	9.17%	0.53	51.26%
混凝土销售	0.00	-	0.00	-	0.94	16.79%
砌块材料类销售	0.65	26.49%	0.62	26.58%	0.31	26.26%
贸易收入	0.36	0.04%	0.00	-	0.00	-
电商、食品销售收入	0.14	-1.00%	0.00	-	0.00	-
其他	0.35	22.78%	0.23	40.26%	0.06	11.88%
合计	30.46	15.25%	25.75	15.50%	16.54	15.55%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司拆迁安置收入持续增加，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部分



搬迁奖励和临时安置费用，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，运营模式主要分为代建模式和自营模式，代建模式下，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%⁴计提，形成回购棚改房屋销售收入；自营模式下，根据聊城市东昌府区住建局出具的《关于聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司及其子公司承接保障性安居工程项目运营模式的专项说明》，部分安置房建设完成并验收后，以定向销售的形式对回迁居民进行安置，销售价格由政府部门综合考虑建设成本及合理的利润空间和区域市场价格情况而定。

近年公司完成拆迁的项目主要包括豆营、谷庄、陈口及王卷帽项目等，2019-2021年公司分别实现土地熟化收入2.31亿元、9.65亿元及11.87亿元，拆迁收入持续增加，其中2020年增幅较大，主要系当年棚改业务规模扩大，拆迁户增加；毛利率分别为12.88%、12.85%及14.28%，整体较为稳定，2021年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。

表12 2019-2021 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

⁴ 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。



	合计	1,492	104,886.91	13,792.53	118,679.44
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
	合计	1,524	86,300.88	10,174.26	96,475.14
2019 年	郑坑王屯项目	360	8,166.80	1,220.32	9,387.13
	豆营项目	412	9,470.64	1,291.45	10,762.09
	合计	772	17,637.45	2,511.77	20,149.22

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，近年公司安置业务收入增长较多。2019年确认收入的项目主要为南铁、北后田、郭庄冷庄安置区项目，共实现棚改房屋销售收入6.33亿元，毛利率15.19%；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及配套设施对外销售，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，对外销售均采用市场化拍卖的模式。2019年共拍卖南铁项目剩余房屋45套，其中主房面积4,880.89平方米，储藏室面积482.64平方米，获得房屋销售收入0.29亿元；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，近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，公司拍卖棚改房屋销售业务毛利率逐年下降。

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13 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
拆迁安置项目：		
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
小计	192.62	91.35
自建项目：		
中通新能源产业园	7.20	6.85
合计	199.82	98.20

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

近年公司未开展土地整理业务，且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。公司自2017年开始产生土地整理收入，2017-2019年分别确认土地整理收入6.01亿元、3.66亿元及5.55亿元，受土地整理进度影响，收入规模有所波动，毛利率分别为11.17%、10.95%及11.89%。

2019年公司确认收入的土地为2018年整理并入账的土地，并于2019年出让，2019-2021年公司均未开展土地整理业务，均未新增验收土地，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，近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。2020年公司获得租赁收入4,088.48万元，较上年减少23.22%，主要受疫情影响减免商户租金以及部分租赁合同到期后尚未续签所致；同期租赁业务毛利率较上年下降幅度较大，主要系美乐商场2020年未形成租金，但计提折旧所致。2021年公司新增租赁物业安泰城投大厦⁵，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给予公司较大支持。

资金、资产注入方面，根据东昌政发[2011]50号文件，东昌府区政府将聊城市铁塔北市场综合商业楼划拨至公司，该商业楼评估价值为8.06亿元，相应增加资本公积。2020年东昌府区财政局下达专项资

⁵ 安泰城投大厦在公司存货科目中，且未办妥不动产权证。



金预算指标559.00万元，专项用于棚户区改造项目支出；同期东昌府区政府以资金、资产注入，股权划拨等方式对公司及公司子公司注资合计22.75亿元。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。

财政补贴方面，2019-2021年公司分别获得政府补助收入1.19亿元、0.93亿元及0.80亿元，计入其他收益，一定程度提升了公司的利润水平。

表14 近年公司获得资金、资产注入情况（单位：万元）

承接单位	资金、资产注入	文件号	注入时间	账面价值	计入科目
聊城安泰	划拨原东昌府区农业机械管理局公园首府5号楼1-5层商业楼	聊城市东昌府区人民政府【2019】第45号文件	2019年	3,650.55	资本公积
聊城安泰	划拨聊城市鸿博建设工程质量技术咨询中心	《关于将聊城市鸿博建设工程质量技术咨询中心划拨给聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司的通知》	2019年	60.00	资本公积
聊城安泰	划拨区人社局原办公场所、区市场监管局兴华路原办公场所、区市场监管局利民路原办公场所、区卫计局青年林2号原办公场所、区林业局原办公场所、区教育局原办公场所、区住建局原办公场所	东昌国资字【2019】4号文件	2019年	13,477.66	资本公积
聊城安泰	划入八处地埋式污水处理设施	聊城市东昌府区国有资产监督管理局出具国有资产划拨审批单	2019年	789.71	资本公积
聊城安泰	划入农村饮水安全攻坚工程供水管线项目	东昌政复【2020】24号文件	2020年	17,114.65	资本公积
聊城安泰	国有企业资本金注入——棚户区改造项目支出	东昌财预指【2020】1057号文件	2020年	559.00	资本公积
聊城安泰	无偿划转聊城市凤凰工业园投资开发有限公司48%的股权	《关于将聊城市凤凰工业园投资开发有限公司和聊城嘉明城乡建设投资有限公司部分股权无偿划转的通知》	2020年	125,378.48	资本公积
聊城安泰	无偿划转嘉明经济开发区持有的聊城嘉明城乡建设投资有限公司49%的股权	《关于将聊城市凤凰工业园投资开发有限公司和聊城嘉明城乡建设投资有限公司部分股权无偿划转的通知》	2020年	39,454.88	资本公积
鲁浩市政	无偿划入国有白洼苗圃、堂邑苗圃相关资产	《关于将白洼苗圃、堂邑苗圃相关资产划入安泰公司的通知》	2020年	27,010.11	资本公积
聊城安泰	资本注入	会议纪要【2021】第22号	2021年	110,076.06	资本公积

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2019-2021年审计报告，报告采用新会计准则编制，近年公司合并报表范围内一级子公司变化情况见表16。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。

表15 公司近年合并范围内一级子公司变动情况

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当年增减情况	增加 2 家	增加 6 家	增加 2 家
	减少 1 家	减少 2 家	无减少

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，但需关注2020年政府划拨的苗圃与投资性房地产等资产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%。

表16 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	8.19	2.66%	8.11	3.26%	3.15	1.79%
预付款项	22.13	7.19%	11.50	4.62%	3.24	1.84%
其他应收款	29.03	9.43%	26.13	10.50%	17.34	9.87%
存货	196.11	63.72%	153.01	61.52%	125.74	71.52%
流动资产合计	259.02	84.16%	201.64	81.07%	152.10	86.52%
长期股权投资	17.71	5.75%	17.47	7.02%	0.50	0.29%
投资性房地产	19.41	6.31%	18.87	7.59%	16.80	9.56%
非流动资产合计	48.76	15.84%	47.09	18.93%	23.70	13.48%
资产总计	307.78	100.00%	248.74	100.00%	175.80	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

近年公司货币资金规模持续上升，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，近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，近年存货账面价值不断增长。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，较2019年末大幅增长，主要系2020年新增聊城市凤凰工业园投资开发有限公司及聊城嘉明城乡建设投资有限公司投资所致。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，受公司购入及政府划拨资产的影响，近年投资性房地产账面价值持续增长，2021年末增至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，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，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贡献

公司2019年安置房项目开始结算，2020年拆迁安置收入、房屋销售收入增长较多，近年公司营业收入持续增长；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。近年公司销售毛利率趋于稳定，主营业务盈利能力尚可。

2019-2021年，公司分别获得政府补助收入1.19亿元、0.93亿元及0.80亿元，占利润总额的比重分别为56.67%、30.59%和25.72%，占比逐年下降，但仍对利润总额形成一定贡献。

表17 公司主要盈利指标（单位：亿元）

指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
------	--------	--------	--------

收现比	172.54%	161.77%	176.37%
营业收入	30.46	25.75	16.54
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
销售毛利率	15.25%	15.50%	15.55%

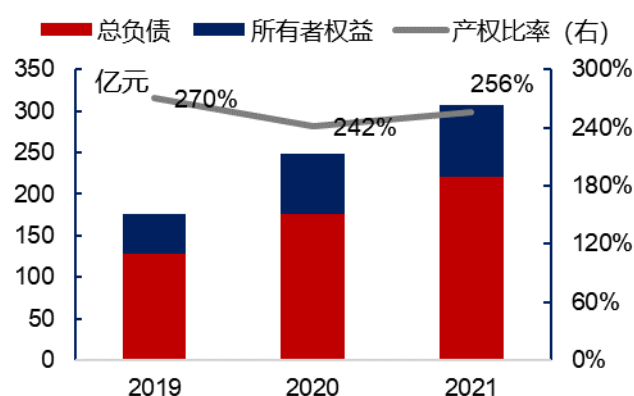
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

近年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

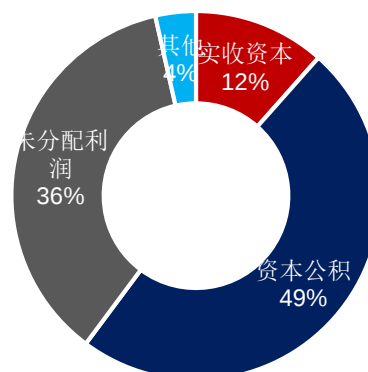
随着融资规模的扩大，公司负债总额持续增长且增速较快，截至2021年末，公司负债总额为221.22亿元；受益于经营活动盈余的积累及政府资产的划转，公司所有者权益持续增长；截至2021年末，公司产权比率为256%，所有者权益对负债的保障程度较弱。

图 2 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 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

公司负债以流动负债为主，截至2021年末，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，近年增幅较大，主要系预收姚庄片区等项目购房款增加；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。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。

近年公司长期借款规模有所波动，2020年增速较快，主要系随着拆迁安置项目的推进，公司融资规模扩张；截至2021年末，公司长期借款余额45.41亿元，主要由担保、信用、抵质押借款构成。2021年末公司应付债券余额为34.50亿元。近年公司长期应付款规模波动下降，2021年末长期应付款余额为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18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	4.62	2.09%	1.92	1.09%	3.66	2.85%
应付账款	7.58	3.42%	11.20	6.37%	22.39	17.45%
预收款项	0.00	0.00%	35.18	20.00%	19.90	15.51%
合同负债	56.09	25.35%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	37.16	16.80%	25.62	14.56%	16.73	13.04%
一年内到期的非流动负债	18.86	8.53%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	131.68	59.53%	74.89	42.57%	63.02	49.11%
长期借款	45.41	20.53%	59.87	34.03%	43.65	34.01%
应付债券	34.50	15.59%	25.56	14.53%	10.24	7.98%
长期应付款	9.63	4.35%	15.60	8.87%	11.42	8.90%
非流动负债合计	89.54	40.47%	101.04	57.43%	65.31	50.89%
负债合计	221.22	100.00%	175.93	100.00%	128.33	100.00%

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至2021年末，公司总债务为114.21亿元，占总负债比重为52%；近年公司短期债务占比持续上升，截至2021年末，短期债务占总债务的比重为31%。

图 4 公司债务占负债比重

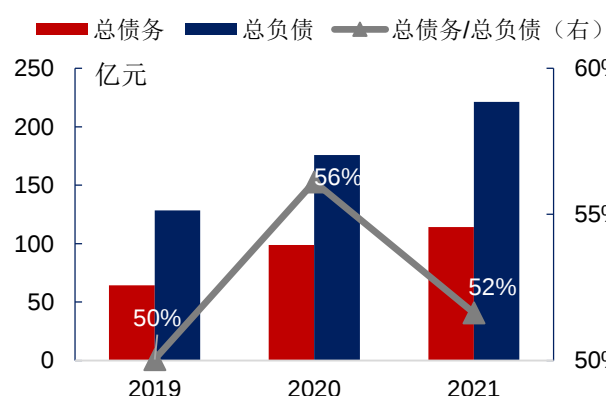
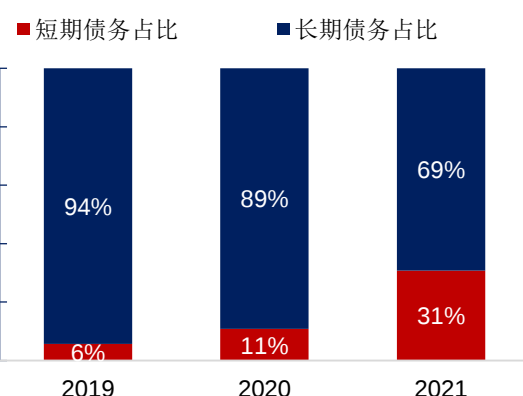


图 5 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2019-2021 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，近年公司资产负债率水平很高，2021年末为71.88%。现金短期债务比波动下降，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。近年公司EBITDA利息保障倍数持续下降，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19 公司偿债能力指标

指标名称	2021 年	2020 年	2019 年
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 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

八、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20 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



九、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。

十、本期债券偿还保障分析

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。其中，东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目在债券存续期内预计共可实现收入4.45亿元，净收益（可支配收入）2.73亿元；五七里铺（西地块）棚户区改造项目在债券存续期间预计共可实现收入15.61亿元，净收益（可支配收入）13.55亿元。但需关注募投项目收益易受当地经济发展、政府规划及招商引资情况等因素影响存在不达预期的风险，项目能否按期完工及未来能否实现预期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。2019-2021年，公司营业收入分别为16.54亿元、25.75亿元及30.46亿元，且政府回款情况较好，收现比分别为176.37%、161.77%及172.54%。截至2021年末，公司主要在建拆迁安置项目已投资91.35亿元，随着项目完工，将为公司带来一定规模的收入。但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2021年末，公司投资性房地产账面价值为19.41亿元，必要时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

虑到账面价值6.28亿元的投资性房地产已用于抵押，价值易受房地产市场行情影响而产生较大波动，且部分资产属于政府划拨性质，均未办理土地证等相关证件，集中处置或存在一定难度。

本期债券保障措施分析

中合担保为本期债券提供的全额无条件不可撤销的连带责任保证担保有助于提升本期债券的安全性

本期债券由中合担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。保证范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。担保人承担保证责任的期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起二年。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。

本期债券利率、期限、还本付息方式等发生变更时，需另行经过担保人书面同意。未经担保人书面同意而加重担保人的保证责任的，担保人对加重部分免除保证责任。

中合中小企业融资担保股份有限公司（以下简称“中合担保”）是落实国务院利用外资设立担保公司的试点项目，成立于2012年7月，初始注册资本为51.26亿元。后经增资扩股及股权变更，截至2021年末，中合担保注册资本及实收资本均为71.76亿元，无控股股东和实际控制人，股权结构如下表所示。截至2021年末，海航集团有限公司⁶（以下简称“海航集团”）通过海航科技股份有限公司（以下简称“海航科技”）和海航资本集团有限公司（以下简称“海航资本”）合计持有中合担保43.34%的股权。2022年4月，海航集团宣布风险处置工作基本结束，包括海航集团、海航资本等在内的321家公司实质合并重整计划已经执行完毕，海航科技不在重整范围内。2022年4月28日，海航科技发布公告称，海航集团等321家公司因执行重整计划而将其股权结构调整为重整计划规定的股权结构，因此导致海航科技实际控制人由海南省慈航公益基金会变更为无实际控制人。截至2022年5月末，中合担保股权结构与2021年末一致。

表21 截至 2022 年 5 月末中合担保股权结构（单位：亿元）

股东名称	出资额	持股比例
海航科技股份有限公司	19.10	26.62%
JPMorgan China Investment Company Limited	12.76	17.78%
海航资本集团有限公司	12.00	16.72%
中国宝武钢铁集团有限公司	10.50	14.63%
海宁宏达股权投资管理有限公司	6.80	9.47%
中国进出口银行	5.00	6.97%
西门子（中国）有限公司	3.50	4.88%

⁶ 2021 年 1 月，海航集团正式进入破产重整程序；2021 年 10 月，海南省高级人民法院裁定批准海航集团重整计划



内蒙古鑫泰投资有限公司	2.10	2.93%
合计	71.76	100.00%

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

受海航集团破产重整影响，中合担保董事长和总经理均于 2020 年发生变更，新任总经理（代行董事长职权）由第四大股东中国宝武钢铁集团有限公司（以下简称“中国宝武”）委派人员担任；2020 年，中合担保重新制定发展规划，计划未来在坚持担保主业的同时，加大与中国宝武在供应链金融等领域的合作，强化与中国宝武间的协同效应。

中合担保主要从事直接和间接等融资担保、非融资担保、自有资金投资等业务，其中以直接融资担保业务为最主要业务构成。近年来中合担保尚处于存续期内的债券担保规模排名相对靠前，具备一定的业务竞争力。

担保业务方面，受监管政策要求及自身经营策略调整影响，近年来中合担保持续压缩担保业务规模，当期担保发生额持续处于较低水平，期末担保余额快速下降。截至 2021 年末中合担保融资担保余额为 423.25 亿元，同比减少 32.42%。从业务类型来看，近年来中合担保主要从事直接融资担保业务，担保品种主要包括企业债、中期票据、公司债、超短期融资券等。截至 2021 年末，中合担保直接融资担保余额 407.85 亿元，占期末担保余额的比重为 96.36%，其中企业债担保余额 374.12 亿元，被担保人已基本全部调整为地方基础设施投融资建设企业；截至 2021 年末，中合担保间接融资担保余额为 15.40 亿元，均为银行贷款担保。此外，自 2020 年新管理团队到位以来，中合担保重点围绕股东中国宝武探索开展供应链金融业务，2021 年内同中国宝武协同开展的“订单宝”、“赊销宝”、“小额宝”、“宝武应付产品”等创新型担保产品已先后落地，2021 年全年累计实现业务规模 4.80 亿元，在业务转型方面取得了初步进展。

担保代偿方面，2018-2019 年中合担保当期担保代偿规模达到近年来顶峰水平，自 2020 年开始当期代偿规模呈持续下降态势，2021 年中合担保当期担保代偿额为 5.30 亿元，同比下降 31.88%，当期担保代偿率为 2.20%，同比下降 1.04 个百分点，但仍处于偏高水平。整体来看，近年来中合担保担保代偿风险得到一定控制，但在宏观经济增速放缓、地方基础设施投融资建设企业融资政策持续调整的背景下，中合担保未来可能面临的代偿风险仍需关注。代偿回收方面，截至 2021 年末中合担保累计代偿回收率为 26.28%，虽较 2020 年末有所提升，但仍处于较低水平，未来追偿表现仍需持续关注。

表22 中合担保业务开展情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
当期担保发生额	37.84	29.44	43.46
当期解除担保额	240.87	240.20	207.41
期末担保余额	423.25	626.28	837.04
融资担保余额	423.25	626.28	833.84



其中：直接融资担保余额	407.85	599.47	800.32
间接融资担保余额	15.40	26.81	33.53
非融资担保余额	0.00	0.00	3.20
融资担保责任余额	342.35	510.38	681.45
融资担保责任余额放大倍数	4.70	7.01	8.28
当期担保代偿额	5.30	7.78	16.91
当期担保代偿率	2.20%	3.24%	8.15%
累计担保代偿额	48.70	43.40	35.63
累计担保代偿率	3.60%	3.90%	4.08%
累计代偿回收额	12.80	10.65	5.71
累计代偿回收率	26.28%	24.53%	16.02%
担保风险准备金	19.07	26.01	28.69
拨备覆盖率	88.58%	106.37%	98.71%

资料来源：中合担保提供，中证鹏元整理

资金业务方面，近年来中合担保投资业务策略有所调整，投资标的以债券、资产管理计划、基金产品和银行理财产品为主，整体流动性相对较好。截至 2021 年末，中合担保投资资产账面余额合计 63.31 亿元，其中债券 36.86 亿元，资产管理计划 6.00 亿元，基金产品 2.70 亿元，银行理财产品 1.89 亿元。

营业收入方面，中合担保营业收入主要包括担保业务净收入和投资收益。受担保业务净收入规模下降以及投资业务回报规模下滑等因素影响，2020 年中合担保营业收入同比显著下降；2021 年，中合担保的担保业务净收入和投资收益同比进一步下降，但受益于公允价值变动损失同比显著收窄影响，中合担保当年营业收入较 2020 年基本持平。2021 年，中合担保实现营业收入 5.91 亿元，其中担保业务收入 3.96 亿元，投资收益 2.06 亿元，同比分别下降 33.05%和 29.34%。

营业支出方面，随着近年担保业务代偿风险和投资业务损失风险持续上升，2019-2020 年中合担保准备金计提规模维持高位，2020 年中合担保针对投资资产计提了较大规模减值准备，以上均对利润形成明显侵蚀，并导致中合担保 2020 年净亏损 6.52 亿元。2021 年以来，随着存量风险持续化解，中合担保当期计提减值损失 5.34 亿元，同比减少 60.63%，而担保业务规模的下降亦使其当期转回担保合同准备金 2.51 亿元。在收入和成本两端综合影响下，中合担保 2021 年实现扭亏为盈，当期实现净利润 1.58 亿元。整体来看，近年来中合担保盈利能力波动明显，未来主要收入来源变化情况以及整体盈利表现仍有待持续关注。

表23 中合担保主要盈利指标情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
担保业务净收入	3.96	5.92	7.58
已赚保费	3.89	5.80	7.40
投资收益	2.06	2.91	3.63



公允价值变动损益	-0.01	-2.65	-1.11
营业收入	5.91	5.91	10.22
资产减值损失	0.00	4.48	10.01
信用减值损失	5.34	9.09	-
营业支出	4.03	15.27	10.02
营业利润	1.88	-9.36	0.20
利润总额	1.87	-9.36	0.20
净利润	1.58	-6.52	0.29
净资产收益率	2.16%	-8.48%	0.35%

资料来源：中合担保 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

截至 2021 年末，中合担保货币资金为 5.85 亿元，均为活期存款，不存在使用受限情况；另有定期存款 4.45 亿元，剩余到期期限均在 1 年以内；应收代位追偿款余额 21.58 亿元，已计提减值准备 13.49 亿元，账面净额 8.09 亿元，同比减少 18.61%。2021 年末，中合担保其他资产主要为投资资产，主要计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、以摊余成本计量的金融资产科目下。按照投资标的情况来看，2021 年末中合担保投资资产以债券为主，其中债券余额 36.86 亿元、资产管理计划余额 6.00 亿元。

截至 2021 年末，中合担保 I、II、III 级资产占扣除应收代偿款后的资产总额的比例分别为 64.86%、0.00%和 21.85%，以国债、AAA 级信用债等金融资产为主的 I 级资产占比较高，资产流动性较好，但暂不满足 I 级、II 级资产之和不低于资产总额扣除应收代偿款后的 70%的监管要求。

截至 2021 年末，中合担保负债主要以担保业务相关准备金以及债券回购业务产生的卖出回购金融资产款为主。截至 2021 年末，中合担保的担保合同准备金和未到期责任准备金（递延收益）分别为 3.45 亿元、1.93 亿元，卖出回购金融资产 3.34 亿元。

截至 2021 年末，中合担保所有者权益合计 73.13 亿元，其中实收资本为 71.76 亿元，资本实力较强。2021 年末中合担保融资担保责任余额放大倍数为 4.70 倍，较 2019 年末的 8.28 倍有明显下降，未来担保业务发展空间进一步扩大。

表24 中合担保主要财务数据情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
资产总计	83.55	83.78	101.94
实收资本	71.76	71.76	71.76
股东权益合计	73.13	73.05	80.79
融资担保责任余额放大倍数（倍）	4.70	7.01	8.28

资料来源：中合担保 2019-2021 年审计报告及中合担保提供，中证鹏元整理

整体来看，中合担保在直接融资担保业务领域经营期限较长，行业地位较为突出，资本实力较强，I 级资产占比很高，资产流动性好；2021 年以来加大与中国宝武在担保产品创新方面的合作，担保业务



转型战略逐步推进；担保业务代偿风险在 2021 年得到进一步控制；受益于减值损失计提规模同比下降、公允价值变动损益情况改善以及当期担保合同准备金转回，2021 年中合担保在之前年度大额亏损的基础上实现了扭亏为盈。

但中证鹏元也关注到，之前年度受海航集团破产重整等因素影响，中合担保的担保业务规模和收入持续萎缩，2021 年担保业务规模和收入萎缩态势仍未得到有效缓解；2021 年代偿规模虽有所下降但仍较大，代偿回收率处于较低水平，未来担保代偿和追偿情况仍需关注；同时中合担保未来股权结构仍存在不确定性；与中国宝武协同开展的创新型担保业务的模式仍处于探索、产品仍处于尝试阶段，对中合担保的担保业务规模以及相关收益等方面的帮助仍待更长时间检验。

经中证鹏元综合评定，中合担保主体信用等级维持AAA，评级展望由上次评级的负面调整为稳定，本期债券由中合担保提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，有效提升了本期债券的信用水平。

十一、结论

综上，中证鹏元评定聊城安泰主体信用等级为AA，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AAA。



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本评级机构网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。



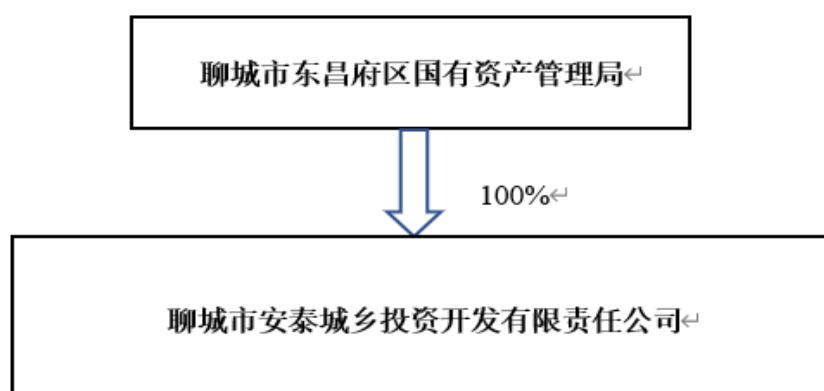
附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

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



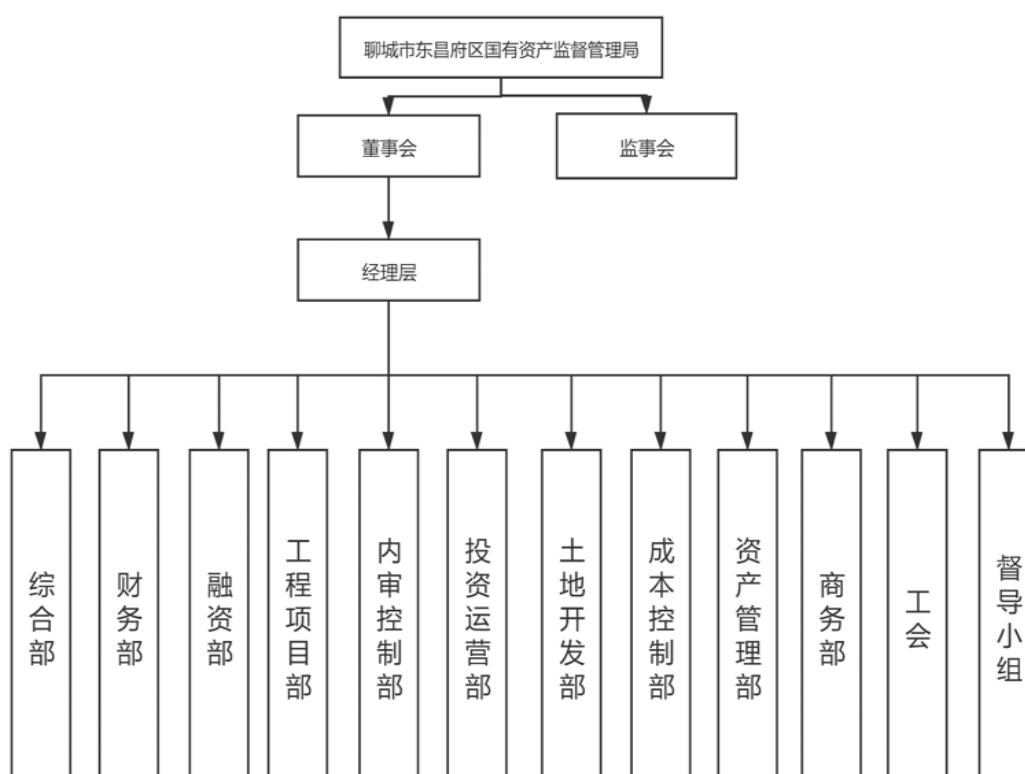
附录二 公司股权结构图（截至 2021 年末）



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⁷（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责任公司	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

⁷ 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	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{其他短期债务调整项}$
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。