



# 2021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2023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：

# 2021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2023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   |
| 21安泰专项债/21安泰债 | AA+  | AA+  |

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：东昌府区为聊城市中心城区，2022年经济规模保持增长且稳居聊城市首位，为公司的发展提供了良好的外部环境，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”）是东昌府区重要的基础设施建设投融资主体，业务具有较强的区域专营性，主要在建的拆迁安置项目已投资规模较大，业务持续性较好，且继续获得当地政府较大力度的支持，以及武汉信用风险管理融资担保有限公司（以下简称“武汉信用”）提供的保证担保仍有助于提升“21安泰专项债/21安泰债”的安全性。同时中证鹏元也关注到了公司存在较大的占款回收风险，面临较大的资金压力、偿债压力和较大的或有负债风险等风险因素。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司从事的东昌府区保障性住房项目的投融资、实施与运营业务仍具有较强的区域专营性，业务持续性较好，同时有望继续获得当地政府的支持。

## 评级日期

2023年6月26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

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

| 项目           | 2022   | 2021   | 2020   |
|--------------|--------|--------|--------|
| 总资产          | 343.86 | 307.78 | 248.74 |
| 所有者权益        | 94.44  | 86.56  | 72.81  |
| 总债务          | 141.90 | 114.21 | 98.72  |
| 资产负债率        | 72.54% | 71.88% | 70.73% |
| 现金短期债务比      | 0.30   | 0.36   | 1.15   |
| 营业收入         | 44.47  | 30.46  | 25.75  |
| 其他收益         | 1.04   | 0.84   | 0.94   |
| 利润总额         | 4.20   | 3.11   | 3.04   |
| 销售毛利率        | 13.80% | 15.25% | 15.50% |
| EBITDA       | 6.47   | 5.76   | 4.60   |
| EBITDA利息保障倍数 | 0.70   | 0.70   | 0.88   |
| 经营活动现金流净额    | -14.87 | -3.09  | -22.15 |

资料来源：公司2020-2022年审计报告，中证鹏元整理

## 优势

- **外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。**东昌府区为聊城市中心城区，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，2022年经济规模保持增长，且稳居聊城市首位。
- **公司未来收入较有保障。**公司作为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2022年末，公司主要在建的拆迁安置项目已投资规模较大，业务持续性较好；此外，安置后剩余房屋的对外销售、工程施工、贸易业务、商业租赁及商品销售等对公司收入形成一定补充。
- **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，东昌府区政府在资产注入、财政补贴方面继续给予公司较大支持。2022年公司获得郑济高铁项目政府资本投入，资本公积增加4.54亿元；财政补贴方面，2022年公司获得政府拨入奖补资金1.01亿元，一定程度提升了公司的利润水平。
- **第三方保证担保能有助于提升本期债券的安全性。**经中证鹏元综合评定，武汉信用主体信用等级为AA+，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能有助于提升本期债券的信用水平。

## 关注

- **公司存在较大的占款回收风险。**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。且公司应收失信被执行人款项余额较大，账龄长且未计提坏账准备，存在较大的回收风险。
- **公司项目建设面临较大资金压力。**截至2022年末，公司主要在建拆迁安置项目尚需投资规模较大，2022年公司经营活动现金流持续净流出，考虑到代建工程项目建设周期长，结算进度及未来现金回流情况对东昌府区财政状况有所依赖，经营性现金流不足以满足项目建设及债务还本付息的资金需求，公司仍需新增大量外部融资。
- **债务规模持续快速增长，债务负担较重。**2022年公司融资规模扩张较快，负债率水平较高；2022年末公司现金短期债务比下降至0.30，公司可动用现金类资产相对不足，同时资产流动性较弱，难以对即期债务偿付形成有效保障，短期偿债压力仍较大；2022年公司EBITDA利息保障倍数为0.70，公司经营获利对利息支出保障程度较低。
- **公司存在较大的或有负债风险。**截至2022年末，公司对外担保金额合计13.33亿元，占期末净资产的14.11%，其中公司对民营企业聊城安鑫砭业有限公司、聊城东海融富置业有限公司，以及个人住房商业贷款担保金额合计3.01亿元，其余均为地方国企，对外担保规模较大且均无反担保措施。

## 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_2022V1.0 |
| 外部特殊支持评价方法和模型 | cspy_ffmx_2022V1.0 |

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 |
|------|----------|------|-----------|------|------|
| 区域状况 | 区域状况评分   | 3/7  | 城投经营&财务状况 | 经营状况 | 7/7  |
|      | 区域状况初始评分 | 3/7  |           | 财务状况 | 3/7  |
|      | 行政层级     | 2/5  |           |      |      |

|        |        |    |
|--------|--------|----|
| 调整因素   | ESG 因素 | 0  |
|        | 审计报告质量 | 0  |
|        | 不良信用记录 | 0  |
|        | 补充调整   | 0  |
| 个体信用状况 |        | a- |
| 外部特殊支持 |        | 4  |
| 主体信用等级 |        | AA |

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司是聊城市东昌府区重要的基础设施建设平台，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，东昌府区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现为公司与东昌府区政府的联系非常紧密以及对东昌府区政府非常重要。同时，中证鹏元认为东昌府区政府提供支持的能力较强，主要体现为较强的经济实力、财政实力和偿债能力。

### 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+                       | 2022-6-13 | 张颜亭、张晨 | <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    |
|-----------------|----------|----------|-----------|-----------|
| 21 安泰专项债/21 安泰债 | 8.00     | 8.00     | 2022-6-13 | 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、本期债券募集资金使用情况

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2023年4月20日，“21安泰专项债/21安泰债”募集资金专项账户余额为25.90万元。

## 三、发行主体概况

2022年，公司名称、注册资本均未发生变化。2022年12月，聊城市东昌府区国有资产管理局（以下简称“东昌府国资局”）将公司100.00%股权划转至聊城市泰来城市发展集团有限公司；2023年2月，公司100.00%股权重新划入东昌府国资局。

截至2023年5月末，公司注册资本仍为人民币100,000.00万元，唯一股东和实际控制人为东昌府国资局。2022年公司合并报表范围内新增4家一级子公司，减少2家一级子公司，具体情况如下所示：

**表1 2022年公司合并报表范围一级子公司变化情况（单位：万元）**

### 1、2022年新纳入公司合并范围的一级子公司情况<sup>1</sup>

| 子公司名称            | 持股比例    | 注册资本      | 主营业务                                     | 合并方式 |
|------------------|---------|-----------|--|------|
| 聊城领富股权投资基金管理有限公司 | 100.00% | 1,000.00  | 股权投资管理                                   | 新设   |
| 聊城亿金诚化工有限公司      | 100.00% | 110.00    | 化工原料、染料、助剂、试剂、五金机电、电子产品、纺织品、仪器仪表、电器电缆的销售 | 收购   |
| 山东国振建设管理有限公司     | 70.00%  | 10,000.00 | 工程管理服务                                   | 新设   |
| 聊城市城郊资源利用有限公司    | 100.00% | 1,000.00  | 再生资源回收                                   | 股权上划 |

### 2、2022年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 |
|------------------|---------|----------|------|---------|
| 山东鲁浩市政工程有限公司     | 90.00%  | 3,000.00 | 市政工程 | 股权下划    |
| 聊城荣联智信商业运营管理有限公司 | 100.00% | 1,000.00 | 网上销售 | 股权下划    |

资料来源：公司提供

<sup>1</sup> 公司对聊城亿金诚化工有限公司、山东国振建设管理有限公司尚未出资，聊城亿金诚化工有限公司、山东国振建设管理有限公司尚未实际经营。

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023 年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022 年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4 月和 11 月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022 年，我国 GDP 总量达到 121.02 万亿元，不变价格计算下同同比增长 3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023 年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023 年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

**2020 年，城投公司融资环境相对宽松；2021 年随着隐性债务监管进一步趋严，城投融资政策进入周期收紧阶段；2022 年以来城投融资监管有保有压，城投区域分化加剧**

2020 年，为了缓解经济下行压力，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，相关政策主要表现为鼓励债券发行和提供项目增长点。2021 年，随着经济形势好转，稳增长压力减轻，中央部委及监管部门对地方政府隐性债务管控更趋严格，城投融资政策进入周期收紧阶段。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。

2022年,经济下行压力加大,稳增长背景下城投融资监管“有保有压”。4月,央行23条提出“要在风险可控、依法合规的前提下,按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求”,但对“合理融资需求”的保障并不意味着城投融资监管政策发生转向。5月,财政部发布《关于地方政府隐性债务问责典型案例的通报》,要求守住不发生系统性风险的底线,坚决遏制隐性债务增量,妥善处置和化解隐性债务存量。6月,国务院办公厅发布《关于进一步推进省以下财政体制改革工作的指导意见》(国办发[2022]20号),要求加强地方政府债务管理,明确将防范化解地方政府债务风险的财政事权划归省级,降低市县偿债负担,有利于降低区域整体信用风险。

2023年城投债融资政策将维持“有保有压”,推进隐性债务有序化解。2022年末召开的中央经济工作会议将地方政府债务风险列为2023年需着力防范化解的两大经济金融风险之一,并强调“保障财政可持续和地方政府债务风险可控”,“坚决遏制增量、化解存量”,“守住不发生区域性、系统性风险的底线”等要求。2023年年初财政部会议强调继续抓实化解地方隐性债务风险,加强地方政府融资平台治理。从城投的融资和风险角度来看,此政策背景下,城投债融资将面临进一步收缩、分化持续加剧,优质地区、高级别城投债依然受市场追捧;对经济财政实力中等、债务高企、且土地收入大幅下滑地区,以及其他低评级为主的地区,未来融资难度上升,或面临较大流动性和偿债压力;而对于实力偏弱、债务高企地区而言,非标违约事件可能持续增加,非标违约所涉地区范围扩大。

## 区域经济环境

**聊城市**位于冀鲁豫三省交界处,化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、汽车制造业等产业对经济发展贡献较大,但经济财政在山东省排名靠后,2022年政府性基金收入明显下滑,债务余额持续扩张

**区位特征:**聊城市位于鲁西地区、冀鲁豫三省交界处,已被纳入多个发展战略。聊城市为山东省地级市,位于冀鲁豫三省交界、山东省西部,西与河北省邯郸市、邢台市隔水相望,南部和东南部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。聊城下辖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)总面积8,628平方公里,2022年末常住人口590.26万人。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、徒骇河均从聊城经过。依托区位特征和政策优势,聊城被纳入山东“省会经济圈”一体化发展、黄河流域生态保护和高质量发展、大运河国家文化公园等发展战略,有助于聊城未来高质量协同发展。

**经济发展水平:**聊城市经济总量在山东省16地级市中排名第14位,人均GDP水平偏低,投资是其

**经济增长的主要动力。**近年聊城市地区生产总值持续增长，但增速存在波动，经济总量在山东省排名靠后。聊城市人均GDP水平不高，2022年人均GDP为全国人均GDP的54.96%。从经济驱动因素来看，投资方面，聊城市固定资产投资增速持续增长，2022年增速为16.3%，其中制造业投资增长27.7%，“十强”产业投资增长5.9%，“四新”投资增长24.7%，高技术产业投资增长93.1%，均对经济增长贡献突出。消费方面，2022年聊城市社会消费品零售总额与2021年持平，以商品零售为主，智能消费、网上零售等发展较好。出口方面，聊城市进出口总额规模相对较小，2021-2022年进出口总额保持高速增长。

**表2 2022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（万元）  | 一般公共预算收入      | 政府性基金收入       |
|------------|-----------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 青岛市        | 14,920.75       | 3.9%        | 14.43       | 1,273.25      | 896.31        |
| 济南市        | 12,027.50       | 3.1%        | 12.88       | 1,000.21      | 547.29        |
| 烟台市        | 9,515.86        | 5.1%        | 13.40       | 635.40        | 390.51        |
| 潍坊市        | 7,306.45        | 3.7%        | 7.76        | 608.00        | 708.97        |
| 临沂市        | 5,778.50        | 4.2%        | 5.24        | 420.19        | 334.40        |
| <b>聊城市</b> | <b>2,779.85</b> | <b>4.3%</b> | <b>4.69</b> | <b>229.03</b> | <b>217.37</b> |
| 日照市        | 2,306.77        | 3.80%       | 7.77        | 185.31        | 224.50        |
| 枣庄市        | 2,039.04        | 4.50%       | 5.29        | 168.39        | 330.56        |

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              | 2022年     |       | 2021年     |       | 2020年     |       |
|-----------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|                 | 金额        | 增长率   | 金额        | 增长率   | 金额        | 增长率   |
| 地区生产总值（GDP）     | 2,779.85  | 4.3%  | 2,642.52  | 8.4%  | 2,316.84  | 2.8%  |
| 固定资产投资          | -         | 16.3% | -         | 12.9% | -         | 6.8%  |
| 社会消费品零售总额       | 917.82    | 0.0%  | 917.55    | 14.5% | 801.04    | -3.2% |
| 进出口总额           | 614.00    | 15.7% | 530.40    | 29.4% | 404.21    | -1.0% |
| 人均 GDP（元）       | 47,095.35 |       | 44,577.68 |       | 37,792.00 |       |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 54.96%    |       | 55.05%    |       | 52.17%    |       |

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：2020-2022 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：**化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、汽车制造业等产业对经济发展贡献较大，但2022年规模以上工业营收和利润有所下降，整体产业发展倚重倚能。近年聊城市产业发展坚持重点战略与改革创新相结合，2022年“四新”经济增加值占GDP的比重为33.9%，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，2022年聊城市规模以上工业增加值同比增长8.5%，化学原料和化学制品制造业、有色金属冶炼及压延加工业、电力热力生产和供应业、汽车制造业均有所增长，四大行业占规模以上工业增加值的比重为51.2%。未来聊城市将着力打造冀鲁豫三省交界先进制造业基地，拉长铜铝精深加工产业链条，优化提升新能源客车，加快发展氢燃料电池及整车。但2022年聊城市规模以上工业营业收入同比下降1.2%，营业利润同比

下降14.9%，且整体产业发展倚重倚能。

**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：**聊城市财政自给率偏低，对土地财政存在依赖，2022年政府性基金收入明显下滑，政府债务持续扩张。2022年聊城市实现一般公共预算收入229.03亿元，剔除留抵退税因素同口径增长约7%；受留抵退税等因素影响，税收收入占比有所下滑，财政自给率水平仍较低。聊城市财政对政府性基金收入的依赖较强，受房地产市场行情低迷等因素影响，2022年政府性基金收入明显下滑，政府可支配财力减弱。债务方面，聊城市近年地方政府债务余额持续增长，债务规模偏大。

**表4 聊城市主要财政指标情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2022年  | 2021年  | 2020年  |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 229.03 | 230.32 | 201.97 |
| 税收收入占比   | 63.35% | 75.46% | 71.67% |
| 财政自给率    | 45.15% | 47.22% | 43.34% |
| 政府性基金收入  | 217.37 | 352.20 | 269.75 |
| 地方政府债务余额 | 974.38 | 819.49 | 620.27 |

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，经济规模保持增长且稳居聊城市首位，第三产业对经济增长的贡献较大，但人均产值相对偏低，2022年税收收入明显下滑，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。2022年末全区常住人口106.27万人，城镇常住人口占全部常住人口的69.86%。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。

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，但人均产值相对偏低。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位列全市第三，但均低于全国人均GDP；三次产业结构由2021年的6.3：20.9：72.9调整为2022年的6.5：21.6：71.9，产业结构以第三产业为主。

2022年东昌府区固定资产投资仍呈现快速增长态势，全区固定资产投资同比增长14.5%（含郑济高铁，不含高铁15.9%），贡献率全市排名第一；其中大项目带动作用突出，计划总投资5,000万元及以上项目239个，占全部在库项目总个数的77.9%；房地产开发投资76.51亿元，增长28.9%，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；但受经济下行因素影响，2022年增速有所回落。进出口规模不大，对经济增长的带动作用有限。

表5 2022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 | 541.80 | 3.8%   | 50,983.34 | 45.91    | 1.41    |
| 茌平区  | 369.88 | 4.5%   | 71,460.59 | 30.40    | -       |
| 阳谷县  | 330.16 | 2.9%   | 47,158.98 | 13.37    | 19.34   |
| 莘县   | 273.96 | 4.9%   | 29,445.40 | 13.23    | -       |
| 冠县   | 262.57 | 4.8%   | 36,498.47 | 12.90    | 15.73   |

|     |        |      |           |       |       |
|-----|--------|------|-----------|-------|-------|
| 高唐县 | 180.18 | 5.0% | 39,582.60 | 11.70 | 7.42  |
| 东阿县 | 177.58 | 3.8% | 52,060.98 | 14.74 | 17.38 |

注：东昌府区、东阿县人均 GDP 以当地 2022 年末常住人口数据计算，其他各地人均 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、2022 年国民经济和社会发展统计公报及财政预决算报告等，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              | 2022 年    |       | 2021 年    |       | 2020 年    |       |
|-----------------|-----------|-------|-----------|-------|-----------|-------|
|                 | 金额        | 增长率   | 金额        | 增长率   | 金额        | 增长率   |
| 地区生产总值（GDP）     | 541.80    | 3.8%  | 524.38    | 8.4%  | 470.68    | 4.1%  |
| 固定资产投资          | -         | 14.5% | 203.30    | 20.1% | 168.30    | 10.0% |
| 社会消费品零售总额       | 334.33    | 0.5%  | 334.33    | 14.5% | 292.12    | -7.6% |
| 进出口总额           | 27.00     | 7.1%  | -         | -     | 19.17     | 14.4% |
| 人均 GDP（元）       | 50,983.34 |       | 51,991.19 |       | 52,028.30 |       |
| 人均 GDP/全国人均 GDP | 59.49%    |       | 64.21%    |       | 71.82%    |       |

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：2020-2022 年东昌府区国民经济和社会发展统计公报，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；嘉明农副食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。

2022 年全区规模以上工业企业 160 家，实现工业总产值 300.33 亿元，同比增长 5.9%；实现工业增加值 44.47 亿元，同比增长 5.5%；实现营业收入 293.71 亿元，同比增长 2.2%；实现利润 0.45 亿元，由亏转盈。此外，东昌府区服务业持续向好，2022 年全区接待游客达 900 万人次，实现旅游消费总额 36.8 亿元；新培育省级景区化村庄 1 处，2022 年山东省省级乡村旅游重点村 1 个，国家 3A 级旅游景区 2 个；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：**2022 年东昌府区一般公共预算收入有所下降，税收收入占比明显下滑，政府债务增长较快。近年东昌府区一般公共预算收入有所波动，2022 年全区实现公共预算收入 45.91 亿元；从收入结构上看，税收收入累计完成 26.29 亿元，同比降低 20.05%；非税收入累计完成 19.62 亿元，同比增

长95.34%；2022年全区税收收入占比为57.26%，同比下降21.01个百分点。近年财政自给率水平整体较稳定。东昌府区政府性基金收入多依赖上级补助，2022年获得上级政府性基金补助收入21.53亿元。债务方面，近年东昌府区地方政府债务余额增长较快，2022年较2020年增加52.23亿元。

**表7 东昌府区主要财政指标情况（单位：亿元）**

| 项目       | 2022年  | 2021年  | 2020年  |
|----------|--------|--------|--------|
| 一般公共预算收入 | 45.91  | 46.22  | 43.27  |
| 税收收入占比   | 57.26% | 78.27% | 75.28% |
| 财政自给率    | 75.90% | 76.93% | 76.22% |
| 政府性基金收入  | 1.41   | 1.09   | 0.08   |
| 地方政府债务余额 | 127.85 | 109.46 | 75.62  |

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2022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。

## 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，区域竞争力强；2022年公司营业收入持续增长，拆迁安置收入为公司营业收入的主要来源

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。公司是聊城市东昌府区总资产及净资产规模最大的城投平台，且在当地棚户区改造工作中承担重要职能，区域竞争力强。

公司收入来源以拆迁安置收入为主，2022年公司实现营业收入44.47亿元，同比增长45.99%，主要系当年拆迁安置收入确认较多所致；此外，房屋销售、工程施工、贸易业务、商业租赁及商品销售等对公司收入形成一定补充。毛利率方面，2022年公司销售毛利率为13.80%，同比有所下降，主要系当期拆迁安置业务及工程施工业务毛利率有所下降所致。

**表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2022年 |        |        | 2021年 |        |        |
|----------------|-------|--------|--------|-------|--------|--------|
|                | 金额    | 占比     | 毛利率    | 金额    | 占比     | 毛利率    |
| <b>拆迁安置业务：</b> |       |        |        |       |        |        |
| 土地熟化           | 13.76 | 30.94% | 13.22% | 11.87 | 38.97% | 14.28% |
| 棚改房屋销售         | 24.60 | 55.32% | 14.60% | 13.64 | 44.78% | 15.34% |

|                |              |                |               |              |                |               |
|----------------|--------------|----------------|---------------|--------------|----------------|---------------|
| 小计             | 38.36        | 86.26%         | 14.10%        | 25.51        | 83.75%         | 14.85%        |
| <b>房屋销售业务:</b> |              |                |               |              |                |               |
| 拍卖棚改房屋销售       | 1.22         | 2.74%          | 28.12%        | 2.04         | 6.70%          | 26.91%        |
| 工程业务           | 2.01         | 4.52%          | 7.18%         | 0.84         | 2.76%          | 17.02%        |
| 商业租赁           | 0.57         | 1.28%          | 1.93%         | 0.57         | 1.87%          | -15.06%       |
| 砌块材料类销售        | 0.46         | 1.03%          | 24.50%        | 0.65         | 2.13%          | 26.49%        |
| 贸易收入           | 1.41         | 3.17%          | 1.32%         | 0.36         | 1.18%          | 0.04%         |
| 电商、食品销售收入      | 0.10         | 0.22%          | 1.30%         | 0.14         | 0.46%          | -1.00%        |
| 其他             | 0.36         | 0.81%          | 27.55%        | 0.35         | 1.15%          | 22.78%        |
| <b>合计</b>      | <b>44.47</b> | <b>100.00%</b> | <b>13.80%</b> | <b>30.46</b> | <b>100.00%</b> | <b>15.25%</b> |

资料来源：公司提供

**2022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%<sup>2</sup>计提，形成棚改房屋销售收入；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。

2022年公司完成拆迁的项目主要为五环工程海源路闫寺段、五环工程侯营段、代庄及集贤新村项目等，实现土地熟化收入13.76亿元，同比增长15.92%，主要系棚改业务规模扩大，拆迁户增加所致；毛

<sup>2</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。

利率较上年有所下降。截至2022年末，存货中尚有61.94亿元的土地熟化成本，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9 2021-2022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              |
| 2022年     | 姚庄           | 51                | 5,023.99          | 1,102.83          | 6,126.82          |
|           | 董桥           | 42                | 3,839.62          | 842.84            | 4,682.46          |
|           | 集贤新村         | 124               | 9,224.74          | 2,024.95          | 11,249.69         |
|           | 仙庄           | 108               | 9,551.67          | 2,096.71          | 11,648.38         |
|           | 缤纷日月城        | 62                | 5,658.08          | 1,242.01          | 6,900.09          |
|           | 白庄           | 60                | 4,957.37          | 1,088.20          | 6,045.57          |
|           | 王卷帽          | 55                | 4,613.25          | 1,012.67          | 5,625.92          |
|           | 王卷帽小学        | 10                | 1,690.21          | 371.02            | 2,061.23          |
|           | 五环工程侯营段      | 202               | 14,861.27         | 3,262.23          | 18,123.50         |
|           | 代庄           | 110               | 8,192.91          | 1,798.45          | 9,991.36          |
|           | 罗庄三期         | 80                | 8,402.62          | 1,844.48          | 10,247.10         |
|           | 五环工程海源路闫寺段   | 300               | 20,508.51         | 4,501.87          | 25,010.38         |
|           | 郑坑王屯         | 84                | 8,874.07          | 1,947.97          | 10,822.04         |
|           | 陈庄           | 54                | 3,991.44          | 876.16            | 4,867.60          |
|           | 后街           | 28                | 3,456.60          | 758.76            | 4,215.36          |
|           | <b>合计</b>    | <b>1,370</b>      | <b>112,846.34</b> | <b>24,771.16</b>  | <b>137,617.50</b> |
| 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> |                   |

资料来源：公司提供

随着项目结算，2022年公司棚改房屋销售收入增长较多，确认收入的项目为东李庄项目、缤纷日月城二期项目、董桥项目、白庄项目及罗庄三期项目，2022年公司实现棚改房屋销售收入24.60亿元，当期销售毛利率为14.60%，较上年略有下降。

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。2022年公司共拍卖保障房148套，主要为东李庄、董桥、缤纷日月城二期等保障房项目，共实现销售收入1.22亿元，同比有所下降，公司房屋销售情况受项目完工进度、当地房地产行情以及政府统一规划安排影响，未来收入确认存在一定不确定性。因拍卖房源地理位置不同，2022年公司拍卖棚改房屋销售毛利率较上年有所增长。

截至2022年末，公司在建项目预计总投资165.64亿元，已投资79.05亿元，后续尚需投入86.59亿元，公司面临较大的资金压力。此外，公司自建项目中通新能源产业园项目已完工，累计已投资7.64亿元，尚未办理竣工验收，后续通过政府回款来平衡前期投入。

**表10 截至2022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          |
|---------------------|---------------|--------------|
| 五七里铺（西地块）棚户区        | 13.35         | 4.50         |
| 前罗项目                | 23.21         | 19.16        |
| 东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目 | 6.01          | 1.24         |
| 泊庄棚户区改造项目           | 5.10          | 1.60         |
| 鑫亚片区                | 8.47          | 3.43         |
| 郭庄项目                | 7.49          | 4.61         |
| 东姚                  | 14.84         | 0.98         |
| 馨泰医养                | 1.26          | 0.45         |
| 岳庄项目                | 12.03         | 5.20         |
| 郑官屯                 | 12.18         | 6.48         |
| 付庄片区                | 9.17          | 5.53         |
| 马官屯                 | 16.22         | 9.96         |
| 八东八西                | 10.01         | 1.96         |
| 代庄                  | 15.33         | 7.20         |
| 后街三期                | 2.53          | 1.73         |
| 停车场建设项目             | 8.44          | 5.02         |
| <b>合计</b>           | <b>165.64</b> | <b>79.05</b> |

资料来源：公司提供

#### 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形成一定补充

工程业务主要由子公司聊城市江泰城市建设发展有限公司与山东鲁浩市政工程有限公司负责，主要承接东昌府区的市政道路建设工程项目。由于业务量增加，2021-2022年公司工程业务收入有所增长，同期销售毛利率下降较多，主要系2022年工程原材料价格上涨所致。

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。2022年公司获得租赁收入0.57亿元，近年租赁收入规模较稳定，同期租赁业务毛利率为1.93%，同比上升较多，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，导致2021年公司租赁业务亏损较多。

砌块材料类销售业务主要由子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，公司主要采用预收款方式进行销售。客户采购的产品可以配送也可以由客户自提，配送产生的运费由客户承担。2022年公司实现砌块材料类销售收入0.46亿元。

贸易业务主要由子公司青岛泰禾永晟实业发展有限公司负责，贸易产品以大宗商品电解铜、锌锭、铝锭为主，主要合作客户有河南省亘烁实业有限公司、天津安星达进出口贸易有限公司、福建省闽佳盛实业有限公司等。2022年公司实现贸易收入1.41亿元，同比增长较多，主要系大宗商品贸易量增加所致；毛利率为1.32%，业务盈利能力弱。

电商、食品销售业务主要由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。2022年公司实现电商、食品销售收入0.10亿元，毛利率为1.30%，业务盈利能力弱。

### 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，东昌府区政府在资产注入、财政补贴方面继续给予公司较大支持。

2022年公司获得郑济高铁项目政府资本投入，资本公积增加4.54亿元。财政补贴方面，2022年公司获得政府拨入奖补资金1.01亿元，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

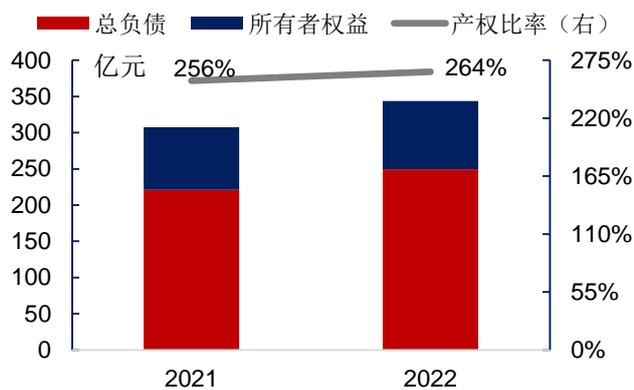
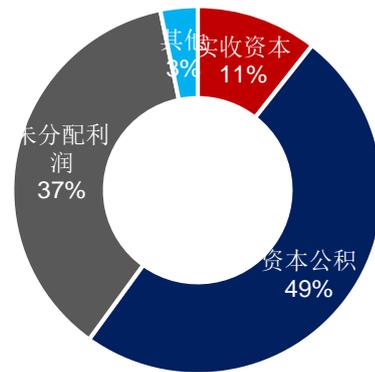
### 财务分析基础说明

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2021-2022年审计报告，报告采用新会计准则编制。2022年公司合并报表范围内新增4家一级子公司，减少2家一级子公司。截至2022年末，公司纳入合并范围的一级子公司为20家，详见附录四。

### 资本实力与资产质量

2022年公司资产规模持续增长，资产以应收款项、存货为主，公司对失信被执行人应收款项规模较大，存在较大的回收风险，存货主要为较难集中变现的开发成本及土地熟化成本，且部分资产受限，整体资产质量一般且流动性较弱

受益于资本金注入及公司盈余积累，2022年末公司所有者权益同比有所增长，但同期末债务融资规模增长较快，综合影响下，2022年末公司产权比率同比上升8.53个百分点至264.10%，整体财务杠杆水平较高。

**图 2 公司资本结构**

**图 3 2022 年末公司所有者权益构成**


资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2022 年审计报告，中证鹏元整理

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2022年末，公司资产总额达343.86亿元，同比增长11.72%；从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2022年末流动资产占总资产比重为84.37%。

2022年末公司货币资金规模为12.74亿元，其中受限货币资金4.29亿元系存单质押、0.16亿元为商业承兑汇票保证金。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及聊城九洲建设有限公司。其他应收款主要系公司对外借款及往来款，截至2022年末，公司其他应收款为36.07亿元，前五大其他应收款余额为24.58亿元，占比68.16%；主要为应收聊城民安融富置业有限公司（以下简称“民安融富”）借款10.74亿元，应收聊城市东昌府区财政局往来款4.14亿元，应收聊城经济开发区昌润小额贷款股份有限公司借款4.02亿元，应收聊城市昌泰城镇建设有限责任公司往来款3.27亿元，应收聊城东安国有资本运营有限公司往来款2.40亿元。其中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及运营，该公司已被列入失信被执行人，且应收款项中3.57亿元账龄分布在三年以上，需关注公司对失信被执行人款项的回收情况。公司应收款项对资金形成较大占用且均未计提坏账准备，存在较大的回收风险。

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推进，公司存货账面价值持续增长。2022年末公司存货账面价值为217.71亿元，其中土地使用权性质均为出让，且部分处于受限状态；土地熟化成本账面价值61.94亿元，系保障房安置项目的拆迁补偿费用；郑济高铁项目成本为11.91亿元，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结算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。

2022年末公司长期股权投资为18.06亿元，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，2022年末投资性房地产账面价值18.57亿元，采用成本模式计量。

总体来看，2022年公司资产规模持续增长，资产以应收款项、存货为主，公司对失信被执行人应收款项10.74亿元，存在较大的回收风险，存货主要为较难集中变现的开发成本及土地熟化成本，且截至2022年末公司受限资产合计45.97亿元，整体资产质量一般且流动性较弱。

**表11 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

| 项目             | 2022年         |                | 2021年         |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|                | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
| 货币资金           | 12.74         | 3.71%          | 8.19          | 2.66%          |
| 预付款项           | 20.97         | 6.10%          | 22.13         | 7.19%          |
| 其他应收款          | 36.07         | 10.49%         | 29.32         | 9.53%          |
| 存货             | 217.71        | 63.31%         | 196.11        | 63.72%         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>290.13</b> | <b>84.37%</b>  | <b>259.02</b> | <b>84.16%</b>  |
| 长期股权投资         | 18.06         | 5.25%          | 17.71         | 5.75%          |
| 投资性房地产         | 18.57         | 5.40%          | 19.41         | 6.31%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>53.73</b>  | <b>15.63%</b>  | <b>48.76</b>  | <b>15.84%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>343.86</b> | <b>100.00%</b> | <b>307.78</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 盈利能力

### 2022年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

2022年公司实现营业收入44.47亿元，同比增长45.99%，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，业务持续性较好。毛利率方面，2022年公司销售毛利率为13.80%，同比有所下降，主要系当期拆迁安置业务及工程施工业务毛利率有所下降所致。财政补贴方面，2022年公司获得政府拨入奖补资金1.01亿元，计入其他收益，占利润总额24.05%，一定程度提升了公司的利润水平。

**表12 公司主要盈利指标（单位：亿元）**

| 指标名称  | 2022年  | 2021年  |
|-------|--------|--------|
| 营业收入  | 44.47  | 30.46  |
| 营业利润  | 4.20   | 3.05   |
| 其他收益  | 1.04   | 0.84   |
| 利润总额  | 4.20   | 3.11   |
| 销售毛利率 | 13.80% | 15.25% |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 偿债能力

2022年公司融资规模扩张较快，负债率水平较高，长短期偿债能力指标表现均较弱；此外，项目建设仍需新增大量外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计公司偿债压力或将进一步增加

随着项目建设持续投入和债务滚续，公司融资规模持续扩张，截至2022年末，公司总债务为141.90亿元，同比增长24.25%，占负债总额的比例为56.89%。2022年末公司短期债务占总债务的比例为29.69%，较2021年末下降1.07个百分点，债务结构较合理。

从构成来看，公司总债务以银行借款、债券融资、非标融资为主。从总债务计入具体科目来看，2022年末短期借款和长期借款主要为抵质押借款、信用借款及担保借款，授信银行有中国农业发展银行、国家开发银行等政策性银行，恒丰银行、兴业银行等商业银行以及威海银行、日照银行、济宁银行等城商行，2022年末公司长期借款增长较多，主要系公司负责的棚户区拆迁安置业务量增长较快所致；公司债券融资规模较大，系公司发行的公司债券及企业债券；长期应付款为应付融资租赁款及专项应付款，融资租赁主要债权人有中交融资租赁、中交雄安融资租赁、山东高速环球融资租赁等；2022年末公司一年内到期的非流动负债同比有所增长，主要系部分长期借款及融资租赁款于当期转入一年内到期所致；应付票据均为应付电子商业承兑汇票。公司非标融资占比偏高，该部分融资成本亦较高。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目             | 2022年         |                | 2021年         |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
|                | 金额            | 占比             | 金额            | 占比             |
| 短期借款           | 4.98          | 2.00%          | 4.62          | 2.09%          |
| 应付账款           | 7.72          | 3.10%          | 7.58          | 3.42%          |
| 合同负债           | 22.15         | 8.88%          | 56.09         | 25.35%         |
| 其他应付款          | 66.92         | 26.83%         | 37.16         | 16.80%         |
| 一年内到期的非流动负债    | 21.79         | 8.74%          | 18.86         | 8.53%          |
| <b>流动负债合计</b>  | <b>130.90</b> | <b>52.48%</b>  | <b>131.68</b> | <b>59.53%</b>  |
| 长期借款           | 57.53         | 23.07%         | 45.41         | 20.53%         |
| 应付债券           | 48.59         | 19.48%         | 34.50         | 15.59%         |
| 长期应付款          | 12.41         | 4.97%          | 9.63          | 4.35%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>118.53</b> | <b>47.52%</b>  | <b>89.54</b>  | <b>40.47%</b>  |
| <b>负债合计</b>    | <b>249.42</b> | <b>100.00%</b> | <b>221.22</b> | <b>100.00%</b> |
| 总债务            | 141.90        | 56.89%         | 114.21        | 51.63%         |
| 其中：短期债务        | 42.13         | 16.89%         | 35.13         | 15.88%         |
| 长期债务           | 99.77         | 40.00%         | 79.08         | 35.75%         |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，由于融资规模扩张较快，公司资产负债率水平较高，2022年末为72.54%。此外，

2022年末公司现金短期债务比下降至0.30，公司可动用现金类资产相对不足，同时资产流动性较弱，难以对即期债务偿付形成有效保障，短期偿债压力仍较大；2022年公司EBITDA利息保障倍数为0.70，公司经营获利对利息支出保障程度较低，考虑到公司主要在建项目尚需投资规模较大，且工程项目建设周期长、回款周期慢，仍需新增大量外部融资，同时存量债务本息接续压力仍存，预计中短期内公司债务规模将持续攀升，偿债压力或将进一步增加。融资弹性方面，截至2022年末，公司获得各银行授信总额度共计203.32亿元，尚未使用额度为77.36亿元，备用流动性较好。

**表14 公司偿债能力指标**

| 指标名称          | 2022年  | 2021年  |
|---------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 72.54% | 71.88% |
| 现金短期债务比       | 0.30   | 0.36   |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.70   | 0.70   |

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### ESG 风险因素

环境方面，根据《聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司关于是否存在环境、社会责任、公司治理（ESG）重大负面因素的说明》，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

社会方面，根据《聊城市安泰城乡投资开发有限责任公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》，过去一年公司不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

治理方面，跟踪期内，公司董事及监事成员无变动。

### 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年5月8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2020年1月1日至报告查询日（2023年5月8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2022年末，公司对外担保金额合计13.33亿元，占当期末净资产的14.11%，其中公司对民营企业聊城安鑫砭业有限公司、聊城东海融富置业有限公司以及个人住房商业贷款担保金额合计3.01亿元，其余均为地方国企，对外担保规模较大且均无反担保措施，存在较大的或有负债风险。

**表15 截至 2022 年末公司对外担保情况（单位：万元）**

| 被担保方                      | 担保金额              | 担保期限                  | 是否有反担保 |
|---------------------------|-------------------|-----------------------|--------|
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司          | 29,500.00         | 2019.9.29-2024.9.29   | 否      |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司          | 15,000.00         | 2021.8.11-2023.8.11   | 否      |
| 聊城市新启点教育发展有限公司            | 14,000.00         | 2019.12.13-2029.12.10 | 否      |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司          | 10,000.00         | 2020.11.9-2023.10.18  | 否      |
| 聊城市新启点教育发展有限公司            | 6,700.00          | 2020.4.1-2029.12.10   | 否      |
| 聊城东安国有资本运营集团有限公司          | 12,819.63         | 2020.1.10-2025.1.10   | 否      |
| 聊城金安新能源热力运营有限公司           | 3,000.00          | 2021.5.10-2023.4.18   | 否      |
| 聊城安通汽车租赁有限公司              | 950.00            | 2022.2.28-2023.2.21   | 否      |
| 聊城市新启点教育发展有限公司            | 950.00            | 2022.2.28-2023.2.21   | 否      |
| 聊城市新启点教育发展有限公司            | 8,500.00          | 2022.6.28-2025.6.27   | 否      |
| 聊城嘉明城乡建设投资有限公司            | 800.00            | 2022.9.28-2023.9.28   | 否      |
| 聊城金安新能源热力运营有限公司           | 1,000.00          | 2022.12.15-2023.12.14 | 否      |
| 聊城安鑫砭业有限公司                | 3,000.00          | 2022.4.27-2023.4.26   | 否      |
| 个人住房商业贷款                  | 2,566.00          | 2021.9.15-2052.1.28   | 否      |
| 聊城东海融富置业有限公司 <sup>3</sup> | 20,000.00         | 2017.1.17-2019.1.17   | 否      |
| 聊城东海融富置业有限公司              | 4,500.00          | 2017.4.12-2019.4.12   | 否      |
| <b>合计</b>                 | <b>133,285.63</b> | -                     | -      |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、外部特殊支持分析

公司是聊城市东昌府区下属重要企业，东昌府国资局直接持有公司100%股权。中证鹏元认为在公司面临债务困难时，东昌府区政府提供特殊支持的意愿极其强，主要体现在以下方面：

（1）公司与东昌府区政府的联系非常紧密。公司由政府全资拥有，东昌府区政府对公司的经营战略和业务运营拥有绝对控制权，公司业务基本来源于东昌府区政府及其相关单位，近5年内受到政府支持（一般性支持或特殊支持）的次数多且支持力度较大，且公司未来与政府的联系将比较稳定。

（2）公司对东昌府区政府非常重要。尽管政府在付出一定的努力和成本的情况下可以取代公司，

<sup>3</sup> 公司为聊城东海融富置业有限公司向聊城市国兴城乡发展集团有限公司的借款提供担保，该借款未按时全额偿还；聊城市国兴城乡发展集团有限公司向聊城市中级人民法院提起偿还本金 1.0589 亿元及利息的诉讼请求，公司作为借款的担保方被起诉负连带清偿责任。截止 2022 年 12 月 31 日，案件尚处于审理阶段。

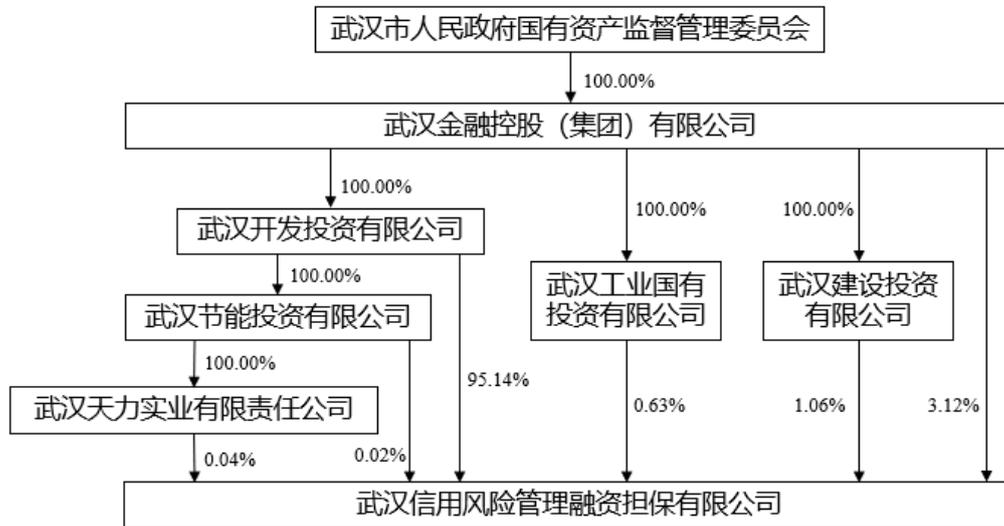
但公司最主要的目标是提供对当地社会和经济至关重要的公共产品和服务，在基础设施建设方面对东昌府区政府的贡献很大，公司已发行债券，若违约会对地区金融生态环境和融资成本产生实质性影响，或者会导致中断提供基本的公共产品和服务，或者造成严重的失业率。

## 九、债券偿还保障分析

**武汉信用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能够有助于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2000年2月，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1.00亿元。后经多次增资扩股及股东变更，截至2022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%，实际控制人为武汉金融控股（集团）有限公司（以下简称“武汉金控”），武汉信用股权结构如下图所示。

**图 4 截至 2022 年末武汉信用股权结构图**


资料来源：公开资料，中证鹏元整理

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，即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”）。

2020年委贷业务收入占比较高，是武汉信用最重要的收入来源，其主要投向民营企业。2021年在实际控制人武汉金控的战略指导下，武汉信用回归担保主业，并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，不再并表核算，武汉信用委贷业务随之转出清零；同时，武信投资下属担保集团和中小担保一同转出，2021年武汉信用担保费收入同比下降41.19%。目前武汉信用主营业务包括直接融资担保、间接融资担保、融资租赁及投资业务等，担保业务板块由武汉信用本部及创业担保负责运营，其中武汉信用本部开展商业性融资担保业务，创业担保承担政策性担保职能。武汉信用融资租赁业务由武汉租赁负责经营，其他收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入。综合影响下，武汉信用2022年营业收入3.10亿元，同比大幅下降62.68%。2022年武汉信用实现投资收益1.29亿元，主要为持有武汉农村商业银行股份有限公司（以下简称“武汉农商行”）股权产生的投资收益。

**表16 武汉信用营业收入构成情况（单位：亿元）**

| 项目    | 2022年 |        | 2021年 |        | 2020年 |       |
|-------|-------|--------|-------|--------|-------|-------|
|       | 金额    | 占比     | 金额    | 占比     | 金额    | 占比    |
| 担保费收入 | 1.02  | 32.90% | 1.03  | 12.41% | 1.75  | 6.95% |

|               |             |                |             |                |              |                |
|---------------|-------------|----------------|-------------|----------------|--------------|----------------|
| 融资租赁收入        | 1.56        | 50.32%         | 1.57        | 18.92%         | 0.56         | 2.21%          |
| 债权投资收入        | 0.40        | 12.90%         | 1.92        | 23.13%         | 22.07        | 87.47%         |
| 其他业务收入        | 0.12        | 3.87%          | 3.78        | 45.54%         | 0.85         | 3.37%          |
| <b>营业收入合计</b> | <b>3.10</b> | <b>100.00%</b> | <b>8.30</b> | <b>100.00%</b> | <b>25.23</b> | <b>100.00%</b> |
| 投资收益          | 1.29        | -              | 0.84        | -              | 18.94        | -              |

资料来源：武汉信用 2020-2022 年审计报告、武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用直接融资担保业务主要为债券担保业务，另含部分定向债权投资担保、融资租赁担保业务。武汉信用债券担保业务展业范围以湖北省为主，此外还包含山东省、江西省、浙江省等区域，担保品种主要为地方平台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，保费收费标准集中在1.0%/年-1.5%/年之间。2020年以来武汉信用大力发展债券担保业务，并大规模开展一年期债券分保业务，截至2020年末直接融资担保余额为182.69亿元，随着分保业务解保，截至2022年末直接融资担保余额下降至88.39亿元。武汉信用定向债权担保为担保在武汉金融资产交易所发行的定向债务融资工具，融资租赁担保为与海通恒信国际融资租赁股份有限公司合作业务。

武汉信用间接融资担保业务主要为通过本部开展的流动资金贷款担保，客户主要为湖北省内中小微企业，担保费收费标准集中在2.0%/年-2.5%/年之间。近年武汉信用加强了对担保业务风险管控，对部分传统行业及产能过剩型企业加以限制，同时加强了对担保客户资质及运营情况的评估，间接融资担保业务规模下降明显。此外，武汉信用通过子公司创业担保开展政策性担保业务。根据湖北省融资再担保集团有限公司（以下简称“湖北省再担”）于2022年9月发布《关于开展新型银证担合作的通知》，湖北省再担决定与创业担保开展新型银证担合作，授信额度3.00亿元，单户担保限额1,000万元；主要业务模式为比例分险再担保，由湖北省再担、创业担保、合作银行及武汉市人民政府按照“4:2:2:2”的比例承担代偿风险责任。创业担保已于2022年11月与汉口银行、湖北省再担、武汉市人民政府签订湖北省新型政银担合作协议，未来随着其新型政银担业务的开展，间接融资担保规模有一定增长空间。截至2022年末，武汉信用间接融资担保业务担保余额为4.60亿元，较2020年末大幅下降72.49%。截至2022年末，共有10家银行给予武汉信用担保业务授信额度合计66.92亿元，已使用授信额度合计4.60亿元，尚未使用授信额度62.32亿元，未来仍有较大业务发展空间。

**表17 武汉信用担保业务发展情况（单位：亿元）**

| 项目              | 2022年 | 2021年  | 2020年  |
|-----------------|-------|--------|--------|
| 当期担保发生额         | 31.73 | 54.00  | 184.37 |
| 当期解除担保额         | 41.12 | 150.03 | 22.65  |
| 期末担保余额          | 92.99 | 103.38 | 199.42 |
| 其中：直接融资担保余额     | 88.39 | 97.06  | 182.69 |
| 间接融资担保余额        | 4.60  | 6.32   | 16.72  |
| 融资担保责任余额        | 76.79 | 88.22  | 167.58 |
| 融资担保责任余额放大倍数（X） | 0.63  | 0.68   | 1.16   |

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

近年武汉信用代偿项目主要为对民企提供的流动性资金贷款担保项目，武汉信用于2020年代偿1.26亿元，当期担保代偿率5.58%；2021年代偿规模有所下降，同时受当年解除担保规模大幅增加影响，当期担保代偿率大幅下降5.11个百分点至0.47%；因2022年不再发生大规模解保，2022年当期担保代偿率增加至1.30%。截至2022年末，武汉信用累计担保代偿额10.23亿元，累计担保代偿率0.95%。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2022年末，累计收回代偿款8.50亿元，累计代偿回收率83.05%，代偿回收情况良好。截至2022年末，武汉信用担保风险准备金对应代偿款净额的覆盖率为195.67%，同比提高68.69个百分点，抗风险能力有所增强。

2021年武汉信用将武信投资转让给武汉开投，此外通过消除多边挂账、减少通道类负债等方式清理债务、压降资产规模。截至2022年末，武汉信用资产规模219.05亿元，较2020年末下降56.88%。

2022年末武汉信用货币资金为4.22亿元，其中受限资金3.05亿元，系银行承兑汇票保证金及履约保证金。武汉信用应收账款主要为应收代偿款，2022年末账面价值为1.83亿元。武汉信用其他应收款主要为应收关联方往来款，截至2022年末账面价值163.59亿元，其中应收武汉开投103.72亿元，应收武信投资56.45亿元。前述款项的回收受武信投资前期投放的委托贷款回收情况影响较大，回款时间存在不确定性。根据武汉信用提供的三级资产压降计划，其计划于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将压降至34亿元并符合监管指标要求，中证鹏元将持续关注前述计划的执行情况。

武汉信用长期应收款均为融资租赁款项，2022年末账面价值为11.41亿元（含一年内到期的部分），客户主要为湖北省内从事公用事业的地方国企。截至2022年末，武汉信用债权投资账面价值5.82亿元，主要包括投资的由武汉龟山旅游发展有限公司发行的定向债5.46亿元。同期末，长期股权投资账面价值23.67亿元，主要投资对象为武汉农商行；武汉信用为武汉农商行第一大股东，2022年末持股比例为7.56%，账面价值为18.95亿元，投资收益尚可。

由于以前年度较大规模的委托贷款投放，近年武汉信用III级资产占比持续高于95%，不满足III级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款的30%的监管要求。截至2022年末，武汉信用III级资产合计167.48亿元，占比为98.07%，较2021年末小幅下降0.09个百分点，主要为其他应收款。

**表18 武汉信用本部三级资产结构（单位：亿元）**

| 项目     | 2022年  |        | 2021年  |        | 2020年  |        |
|--------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
|        | 金额     | 占比*    | 金额     | 占比*    | 金额     | 占比*    |
| I级资产   | 1.22   | 0.71%  | 1.60   | 0.79%  | 10.82  | 2.47%  |
| II级资产  | 1.90   | 1.11%  | 1.90   | 0.94%  | 1.90   | 0.43%  |
| III级资产 | 167.48 | 98.07% | 198.61 | 98.16% | 425.20 | 97.04% |

注：\*为与资产总额扣除应收代偿款的比例

资料来源：武汉信用提供，中证鹏元整理

受武信投资转出及通道类负债压降影响，2022年末武汉信用负债规模较2020年末大幅下降73.35%

至 96.78 亿元。2021 年以前，武汉信用其他应付款主要为武信投资通过武汉信用向武汉开投借入的通道类负债，随着武信投资转出，2022 年末其他应付款较 2020 年末大幅减少 235.34 亿元至 26.17 亿元，其中主要包括应付往来款 23.08 亿元。

武汉信用有息负债主要为向银行、租赁公司等机构借款，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。截至 2022 年末，武汉信用有息债务规模为 83.37 亿元，债务压力较大。

截至2022年末，武汉信用所有者权益总额为122.27亿元，融资担保责任余额放大倍数为0.63，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，其对武汉信用代偿能力产生的负面影响仍需关注。

近年武汉信用净资产收益率保持在较低水平，盈利能力一般，考虑到武汉信用应收武信投资及武汉开投款项回收存在风险，或对未来盈利能力造成较大影响。

**表19 武汉信用主要盈利指标情况（单位：亿元）**

| 项目      | 2022 年  | 2021 年  | 2020 年  |
|---------|---------|---------|---------|
| 资产总额    | 219.05  | 242.41  | 508.00  |
| 货币资金    | 4.22    | 4.48    | 15.86   |
| 应收代偿款净额 | 1.73    | 1.73    | 2.27    |
| 所有者权益合计 | 122.27  | 129.50  | 144.89  |
| 营业收入    | 3.10    | 8.30    | 25.23   |
| 担保业务收入  | 1.02    | 1.03    | 1.75    |
| 净利润     | 4.17    | 6.39    | 6.54    |
| 净资产收益率  | 3.31%   | 4.66%   | 4.64%   |
| 累计担保代偿率 | 0.95%   | 0.94%   | 1.02%   |
| 累计代偿回收率 | 83.05%  | 82.17%  | 74.77%  |
| 拨备覆盖率   | 195.67% | 126.98% | 159.98% |

资料来源：武汉信用 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

武汉信用控股股东为武汉开投，截至2022年末武汉开投持股比例为95.14%，实际控制人为武汉金控。武汉金控系武汉市国资委直属国有金融投资集团，为华中地区重要的综合金融服务商，旗下拥有金融、类金融牌照20余张。武汉信用为武汉金控综合金融服务体系中重要组成部分，系武汉金控类金融业务板块核心平台之一。2020年武汉开投对武汉信用增资19.00亿元，且武汉信用债务主要由武汉金控提供保证担保，武汉信用在融资和业务发展方面得到了武汉金控的大力支持。

综上所述，武汉信用实际控制人综合实力较强，可在融资和业务发展等方面给予武汉信用支持；武汉信用自身资本实力较强，有利于担保业务发展。但中证鹏元也关注到，武汉信用近年担保规模及营业收入大幅下降，盈利能力一般；应收关联方款项规模较大，存在回收风险；资产流动性较弱，资产配置

调整压力大；存在一定偿债压力等风险因素。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。本期债券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，有助于提升“21安泰专项债/21安泰债”的信用水平。

## 十、结论

东昌府区为聊城市中心城区，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，2022年经济规模保持增长且稳居聊城市首位。外部环境较好，为公司发展提供了良好基础。公司是聊城市东昌府区重要的基础设施建设投融资主体，主要从事保障性住房项目的投融资、实施与运营业务，公司在建的拆迁安置项目已投资规模较大，业务可持续性较好，未来收入较有保障，仍将继续获得较大力度的外部支持；同时中证鹏元也关注到了公司存在较大的占款回收风险，面临较大的资金压力、偿债压力及一定的或有负债风险等风险因素。此外，本期债券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。

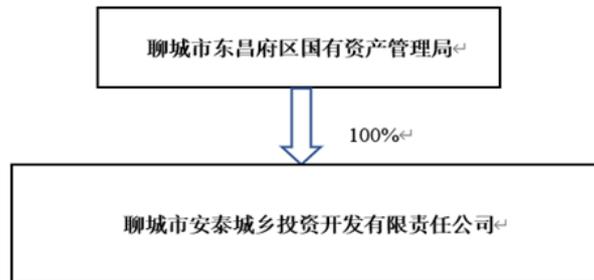
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21安泰专项债/21安泰债”信用等级为AA+。

## 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）   | 2022年        | 2021年        | 2020年        |
|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金          | 12.74        | 8.19         | 8.11         |
| 其他应收款         | 36.07        | 29.32        | 26.17        |
| 存货            | 217.71       | 196.11       | 153.01       |
| 流动资产合计        | 290.13       | 259.02       | 201.64       |
| 固定资产          | 3.41         | 3.51         | 3.75         |
| 在建工程          | 4.91         | 0.46         | 0.13         |
| 非流动资产合计       | 53.73        | 48.76        | 47.09        |
| 资产总计          | 343.86       | 307.78       | 248.74       |
| 短期借款          | 4.98         | 4.62         | 1.92         |
| 应付账款          | 7.72         | 7.58         | 11.20        |
| 其他应付款         | 66.92        | 37.16        | 25.62        |
| 一年内到期的非流动负债   | 21.79        | 18.86        | 0.00         |
| 流动负债合计        | 130.90       | 131.68       | 74.89        |
| 长期借款          | 57.53        | 45.41        | 59.87        |
| 应付债券          | 48.59        | 34.50        | 25.56        |
| 长期应付款         | 5.25         | 3.84         | 15.60        |
| 非流动负债合计       | 118.53       | 89.54        | 101.04       |
| 负债合计          | 249.42       | 221.22       | 175.93       |
| 其中：短期债务       | 42.13        | 35.13        | 10.69        |
| 总债务           | 141.90       | 114.21       | 98.72        |
| 所有者权益         | 94.44        | 86.56        | 72.81        |
| 营业收入          | 44.47        | 30.46        | 25.75        |
| 营业利润          | 4.20         | 3.05         | 3.04         |
| 其他收益          | 1.04         | 0.84         | 0.94         |
| 利润总额          | 4.20         | 3.11         | 3.04         |
| 经营活动产生的现金流量净额 | -14.87       | -3.09        | -22.15       |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -3.73        | -6.60        | 0.05         |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 24.05        | 4.43         | 27.77        |
| <b>财务指标</b>   | <b>2022年</b> | <b>2021年</b> | <b>2020年</b> |
| 销售毛利率         | 13.80%       | 15.25%       | 15.50%       |
| 资产负债率         | 72.54%       | 71.88%       | 70.73%       |
| 短期债务/总债务      | 29.69%       | 30.76%       | 10.83%       |
| 现金短期债务比       | 0.30         | 0.36         | 1.15         |
| EBITDA（亿元）    | 6.47         | 5.76         | 4.60         |
| EBITDA 利息保障倍数 | 0.70         | 0.70         | 0.88         |

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告，中证鹏元整理

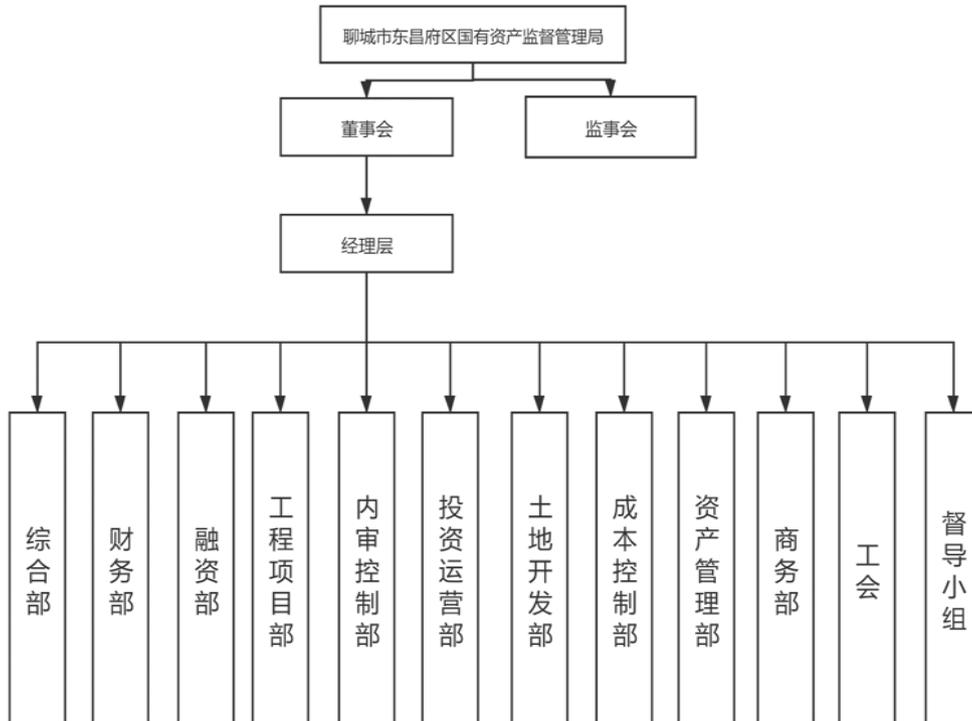
## 附录二 公司股权结构图（截至 2022 年末）



---

资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2022 年末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2022 年末纳入公司合并报表范围的一级子公司情况<sup>4</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                                  |
| 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                                |
| 聊城市民康置业有限公司         | 1,000.00  | 100.00% | 房地产开发、经营                                 |
| 聊城市城郊资源利用有限公司       | 1,000.00  | 100.00% | 再生资源回收                                   |
| 聊城领富股权投资基金管理有限公司    | 1,000.00  | 100.00% | 股权投资管理                                   |
| 聊城亿金诚化工有限公司         | 110.00    | 100.00% | 化工原料、染料、助剂、试剂、五金机电、电子产品、纺织品、仪器仪表、电器电缆的销售 |
| 山东国振建设管理有限公司        | 10,000.00 | 70.00%  | 工程管理服务                                   |

资料来源：公司提供

<sup>4</sup> 公司对聊城市民康置业有限公司、聊城亿金诚化工有限公司、山东国振建设管理有限公司尚未出资，聊城市民康置业有限公司、聊城亿金诚化工有限公司、山东国振建设管理有限公司尚未实际经营。

## 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         | $(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$         |
| 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         | 未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项                     |
| EBITDA        | 利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+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          | 短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项                                  |
| 长期债务          | 长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项   |
| 总债务           | 短期债务+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、债务人个体信用状况符号及定义

| 符号  | 定义   |
|-----|--|
| aaa | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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 | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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  | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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   | 在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、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。 |