



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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

2021年聊城市安泰城乡投资开发有限公司城市停车场建设专项 债券2024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：聊城市安泰城乡投资开发有限公司（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投资规模较大，随着项目结算，公司未来收入较有保障，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、偿债压力及或有负债风险，且存在较多被执行信息等风险因素。

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

2024年6月27日

联系方式

项目负责人：张颜亭
zhangyt@cspengyuan.com

项目组成员：宁昕
ningx@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023	2022	2021
总资产	381.75	343.86	307.78
所有者权益	95.78	94.44	86.56
总债务	143.04	141.90	114.21
资产负债率	74.91%	72.54%	71.88%
现金短期债务比	0.32	0.30	0.36
营业收入	50.74	44.47	30.46
其他收益	1.29	1.04	0.84
利润总额	4.41	4.20	3.11
销售毛利率	12.05%	13.80%	15.25%
EBITDA	6.61	6.47	5.76
EBITDA利息保障倍数	0.53	0.70	0.70
经营活动现金流净额	8.47	-14.87	-3.09

资料来源：公司2021-2023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 2023 年末，公司主要在建的拆迁安置项目投资规模较大，随着项目结算，公司未来收入较有保障。
- **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。资产注入方面，2023 年，公司收聊城市东昌府区财政局注资、东昌府区交通运输局代付款转注资，资本公积增加 2.66 亿元，一定程度提升了公司的资本实力；财政补贴方面，2023 年，公司获得政府拨入奖补资金 1.28 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。**截至 2023 年末，公司应收款项规模较大，对营运资金形成较大占用，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 2023 年末，公司主要在建拆迁安置项目尚需投资规模较大，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，项目回款存在不确定性，公司仍需新增大量外部融资。
- **公司整体杠杆状况指标表现不佳，偿债压力较大。**2023 年公司出现较多负面舆情，涉及票据逾期、融资租赁和借款纠纷等，目前票据逾期情况已得到解决，融资租赁及借款部分已签订展期协议或解决；公司资产负债率水平较高，2023 年末为 74.91%；此外，2023 年末公司现金短期债务比为 0.32，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；2023 年公司 EBITDA 利息保障倍数下降至 0.53，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，存在被执行信息 5 条，执行标的金额合计 1.39 亿元。**截至 2023 年末，公司对外担保余额合计 9.27 亿元，占当期末净资产的 9.68%，均无反担保措施，其中公司对民营企业山东九为智能科技有限公司（以下简称“九为智能”）担保余额合计 0.37 亿元，其余均为地方国企；公司对被执行人聊城东安国有资本运营集团有限公司（以下简称“聊城东安”）及聊城市新启点教育发展有限公司（以下简称“新启点教育”）担保余额合计 3.96 亿元。此外，根据中国执行信息公开网查询结果，截至 2024 年 6 月 20 日，公司存在 5 笔被执行记录，执行金额合计 1.39 亿元，案由为借款纠纷、融资租赁借款纠纷等。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
基础设施投资类企业信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2024V1.0
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	经营&财务状况	经营状况	6/7
				财务状况	3/7

	ESG 因素	0
调整因素	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		bbb+
外部特殊支持		5
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 **bbb+**，反映了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。

外部特殊支持

- 中证鹏元认为公司作为聊城市东昌府区重要的投资开发建设主体，在面临债务困难时，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。公司由东昌府区政府全资拥有，是地方市政建设的主要载体，近年公司持续获得较大力度的外部支持；同时，中证鹏元认为东昌府区政府提供支持的能力很强，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，2023 年经济保持增长，且稳居聊城市首位。

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	2023-6-26	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2024年4月8日，“21安泰专项债/21安泰债”募集资金专项账户余额为5.61万元。

三、发行主体概况

2023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（以下简称“聊城泰来”）；2023年2月，公司100.00%股权重新划入东昌府国资局；2023年8月，东昌府国资局将公司100.00%股权划转至聊城市国泰东昌城市建设发展集团有限公司（以下简称“国泰东昌”）。2024年2月，经东昌府区政府同意，国泰东昌将公司出资额为1,000万元的1%股权，无偿划转至聊城市江腾园区运营管理有限公司¹（以下简称“江腾运营”），已完成工商登记变更。

截至2024年5月末，公司注册资本和实收资本仍均为人民币10.00亿元，控股股东为国泰东昌，持股比例99.00%，实际控制人为东昌府国资局。2023年，公司合并报表范围内新增1家子公司，减少11家子公司，具体情况如下所示。

表1 2023年公司合并报表范围子公司变化情况

1、2023年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	合并方式
聊城市城郊资源利用有限公司	100.00%	批发业	划拨

2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	主营业务	不再纳入的原因
聊城市安芯人工智能公共服务平台有限公司	100.00%	其他IT与互联网服务	划拨
聊城市龙安节能建材有限责任公司	60.00%	制造业	划拨
聊城市清山环保科技有限公司	100.00%	电力、热力、燃气及水生产和供应业	划拨
聊城清淼农村供水有限公司	100.00%	电力、热力、燃气及水生产和供应业	划拨
青岛泰禾永晟实业发展有限公司	100.00%	租赁和商务服务业	划拨
聊城民康生态发展有限公司	100.00%	水利、环境和公共设施管理业	划拨

¹ 江腾运营控股股东为聊城泰达商业运营管理有限公司（控股股东为国泰东昌），实际控制人为东昌府国资局。

聊城市众泰环保建材有限公司	100.00%	批发和零售业	划拨
山东泰柯智能科技有限公司	50.53%	信息传输、软件和信息技术服务业	划拨
聊城市江能供应链管理有限公司	100.00%	租赁和商务服务业	划拨
聊城荣联智信商业运营管理有限公司	100.00%	批发和零售业	划拨
山东民安融汇项目管理有限公司	100.00%	租赁和商务服务业	划拨

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临

不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存；2024年地方债务化解与经济增长是主线，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识

2023年化债是政策主基调，随着一揽子化债政策实施，地方化债压力有所缓解，但投融资约束下区域间差异仍存。2023年7月，中央政治局会议提出“制定实施一揽子化债方案”，正式开启新一轮化债。本轮化债在“遏增化存”的总体思路上，不仅仅针对基础设施类企业的隐债化解，而是将范围扩大到企业经营性债务及地方整体债务，同时加速存量债务的化解。本轮化债厘清了中央、地方和金融机构在化债过程中的责任：以地方政府为责任主体，严格落实“省负总责，地方各级党委和政府各负其责”的要求，金融机构依法合规支持置换和重组，同时中央将有条件给予适度支持。此外，本轮化债针对不同区域、不同类型的债务化解实施差异化的手段。12个重点省份以化债为主，新增投资规模大幅放缓，特殊再融资债仍是最有效的支持资金，截至2023年末，贵州、云南、内蒙古、湖南、天津等29地发行特殊再融资债券规模合计约1.4万亿元，有利于缓释尾部基础设施投资类企业违约风险，同时银行等金融机构对存量债务进行展期降息，缓解存量债务压力。非重点省份化债和发展并存，一揽子化债方案对基础设施类企业债务“总量控制、结构调整”，银行贷款整体合规趋严，债券发行按名单制管理，以借新还旧为主。随着一揽子化债政策实施，地方债务压力有所缓解，但基础设施类企业债券发行量及净融资规模趋紧，2023年10月以来债券净融资同比收缩明显，11-12月净融资均转负。一揽子化债整体利于风险的化解，但投融资约束仍将带来区域间差异。

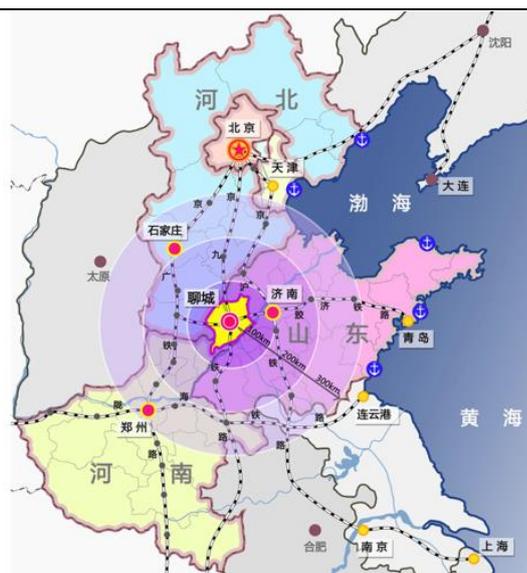
2024年地方债务化解与经济增长是主线，在“统筹地方债务风险化解和稳定发展、分类推进地方融资平台转型”背景下，基础设施类企业债券“控增化存”更加严格。化债方面，基础设施类企业新增债券发行审核进一步收紧，“35号文”下借新还旧比例进一步提升，叠加到期规模居于高位，境内债券净融资同比大幅收缩。投资方面，重点省份基建投资增速进一步放缓，非重点省份基建将保持一定投资增速，并将传统基建转向“三大工程”——保障房建设、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设领域；同时，中央财政拟增发万亿特别国债提振基建。转型方面，在经济增速换挡背景下，“分类推进地方融资平台转型”成为各方共识，基础设施类企业将从传统投资建设企业逐步向地方支持型、资源型企业转型，为地方产业转型升级和改善营商环境做服务。

区域经济环境

聊城市处于鲁西地区，交通基础设施不断完善，近年着力打造冀鲁豫交界地区先进制造业基地，装备制造、新一代信息技术、现代轻工纺织等产业发展向好，但整体经济财政实力在山东省排名靠后，人均GDP水平不高，财政自给水平偏低，地方政府债务余额规模较大

区位特征：聊城市位于冀鲁豫三省交界处，2023年境内高铁开通运营，交通基础设施不断完善。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，2023年末常住人口585.93万人，较2022年末减少4.33万人。聊城市是“江北水城·运河之都”，全市流域面积在100平方公里以上的河流有34条、各类湖泊水库21处，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。近年聊城市交通基础设施不断完善。铁路方面，在京九、邯济铁路网的基础上加快构建济郑、雄商“十字型”高铁网，济郑高铁于2023年12月开通运营，聊城正式迈入“高铁时代”，雄商高铁将于2026年建成通车，聊城有望成为冀鲁豫区域高铁枢纽；公路方面，截至2023年末，聊城市境内通车运营的高速公路有7条，在建高速公路5条，全市公路通车总里程21,586公里，公路密度在山东省排名靠前；但聊城市还未建成民用机场和三级以上航道，综合交通基础设施供给能力仍待提升。

图 1 聊城市位于冀鲁豫三省交界处



资料来源：聊城市城市总体规划（2014-2030年）

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，投资和进出口增速有所下降。聊城市地区生产总值保持增长，经济总量在山东省16地级市中排名第14位。近年聊城市人均GDP有所增长，但整体水平不高，2023年人均GDP占全国人均GDP的比重仅55.89%。从经济驱动因素来看，投资方面，2023年全市固定资产投资增速7.3%，其中制造业技改投资增长4.1%。高技术产业投资增长51.5%，占全部投资比重10.9%；房地产开发投资增长8.4%，住房销售面积增长7.9%。消费方面，在多项提振消费政策的支撑下，2023年全市社会消费品零售总额同比增长10.5%。进出口方面，2023年全市全年货物进出口总额591.9亿元，同比增长4.2%，其中新能源汽车出口额实现翻番，但整体增速较2022

年有所下降。

表2 2023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	15,760.34	5.9%	15.20	1,337.80	530.83
济南市	12,757.4	6.1%	13.52	1,060.82	520.76
烟台市	10,162.46	6.6%	14.40	673.87	278.21
潍坊市	7,606.0	5.1%	8.12	608.32	490.91
临沂市	6,105	6.3%	5.55	445.77	244.65
聊城市	2,926.36	6.1%	4.99	244.62	227.53
日照市	2,390.86	5.6%	8.05	195.34	223.45
枣庄市	2,156.74	6.4%	5.66	181.05	324.19

资料来源：各市政府网站、2023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	2023年		2022年		2021年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	2,926.36	6.1%	2,779.85	4.3%	2,642.52	8.4%
固定资产投资	-	7.3%	-	16.3%	-	12.9%
社会消费品零售总额	1,013.7	10.5%	917.82	0.0%	917.55	14.5%
进出口总额	591.9	4.2%	614.00	15.7%	530.40	29.4%
人均 GDP（元）	49,943.85		47,095.35		44,577.68	
人均 GDP/全国人均 GDP	55.89%		54.96%		55.05%	

注：人均 GDP=地区生产总值/年末常住人口。

资料来源：2021-2023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：聊城市着力打造冀鲁豫交界地区先进制造业基地，装备制造、新一代信息技术、现代轻工纺织增加值保持增长，但产业发展质量仍待提升。聊城市近年着力打造装备制造、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、绿色化工、农副产品加工、纺织服装、造纸印刷十大制造业产业，依托时风集团、鲁西集团、中通客车、阳谷电缆集团、东阿阿胶、信发集团等龙头企业推进动能转换和产业升级。2023年全市“四新”经济实现增加值1,006.1亿元，比上年增长5.8%，占GDP的34.4%；“十强”产业中高端装备增加值增长26.1%，新一代信息技术增加值增长2.4%，现代轻工纺织增加值增长8.3%。同时，聊城市实施制造业强市三年攻坚突破行动，推进产业链式集群发展，2023年新增省级中小企业特色产业集群2个，新增国家级中小企业特色产业集群1个。但聊城市现代化产业体系尚不健全，科技创新水平不高，重大项目储备偏少，新旧动能转换质量仍待提升。

发展规划及机遇：聊城地处京津冀城市群、山东半岛城市群、中原城市群中间地带，已被纳入山东“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。未来聊城市将加快推进新型工业化，聚力突破制造业强市建设，加力推动制造业转型升级，打造黄河下游先

进制造业基地；坚持以科技创新引领现代化产业体系建设，提高产业链创新链协同水平，加快形成新质生产力；扩大有效益投资，以项目突破带动经济发展。

财政及债务水平：聊城市一般公共预算收入有所增长，但财政自给水平偏低，对土地财政存在依赖，且地方政府债务余额持续扩张。2023年聊城市实现一般公共预算收入244.62亿元，增长6.1%。其中税收收入增长7.7%，税收收入占比较2022年略有下降，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，受市本级土地出让收入增加的影响，2023年全市政府性基金收入同比小幅增长。债务方面，聊城市地方政府债务余额持续增长，截至2023年末为1,132.91亿元，其中一般债务余额212.61亿元、专项债务余额920.3亿元。在债务管理方面，聊城市完善专项债券“借用管还”全流程管理，不断提高资金使用效率；强化风险提示预警，按计划偿还政府债务本息，严防逾期风险；同时，坚持按时足额偿还政府债券本息，坚决遏制新增政府隐性债务，稳妥化解存量债务，守住不发生系统性债务风险底线。

表4 聊城市主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	244.62	229.03	230.32
税收收入占比	62.95%	63.35%	75.46%
财政自给率	45.68%	45.15%	47.22%
政府性基金收入	227.53	217.37	352.20
地方政府债务余额	1,132.91	974.38	819.49

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，财政收入质量整体下降，政府债务增长较快

区位特征：东昌府区为聊城市中心城区，面临一定发展机遇。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2 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，但人均GDP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2023年的6.3：21.6：72.0，产业结构以第三产业为主。近年东昌府区固定资产投资增速有所下降，2023年，东昌府区固定资产投资增长10.2%（含郑济高铁和雄商高铁），大项目带动作用突出，计划总投资5,000万元及以上项目243个，占全部在库项目总个数的77%；完成投资总量占全社会投资总量的97.9%。房地产市场持续收紧，2023年，全区房地产开发投资73.36亿元，下降4.1%；商品房销售面积119.75万平方米，增长3.5%；商品房销售额87.32亿元，下降20.1%。2023年，东昌府区社会消费品零售总额增速有所回升，驱动经济增长。进出口规模不大，对经济增长的带动作用有限。

表5 2023年聊城市部分区县经济财政指标情况（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
东昌府区	575.69	6.1%	5.47	48.92	1.20
茌平区	394.21	6.0%	7.62	31.64	15.57
阳谷县	347.33	6.7%	5.02	14.71	22.46
莘县	286.02	5.8%	3.11	14.10	-

冠县	277.81	6.3%	3.91	13.80	23.40
高唐县	193.06	6.9%	4.30	13.54	11.03
东阿县	184.52	6.7%	5.41	15.88	13.61

注：标“-”表示数据未公开披露；除茌平区人均GDP以当地第七次全国人口普查数据计算，其余各区县人均GDP按2022年末常住人口数据计算。

资料来源：各区县 2023 年 1-12 月份经济运行情况、国民经济和社会发展统计公报及财政预算报告等，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	2023 年		2022 年		2021 年	
	金额	增长率	金额	增长率	金额	增长率
地区生产总值（GDP）	575.69	6.1%	541.80	3.8%	524.38	8.4%
固定资产投资	-	10.2%	-	14.5%	203.30	20.1%
社会消费品零售总额	369.74	10.1%	334.33	0.5%	334.33	14.5%
进出口总额	23.44	-13.1%	27.00	7.1%	-	-
人均 GDP（元）	54,650.66		50,983.34		51,991.19	
人均 GDP/全国人均 GDP	61.16%		59.49%		64.21%	

注：标“-”表示数据未公开披露；东昌府区 2021 年人均 GDP 根据第七次全国人口普查数据计算，2022-2023 年人均 GDP 根据 2022 年末常住人口数据计算。

资料来源：2021-2023 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，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。

工业生产形势低迷，2023年，175家规模以上工业企业实现工业总产值293.39亿元，下降3.9%；实现工业增加值45.49亿元，增长3.6%。工业效益方面，175家规模以上工业企业实现营业收入296.17亿元，比上年下降0.8%；利润6.66亿元。服务业提档升级，规模以上现代服务业、高技术服务业企业分别达48家、17家，均占全市40%以上，预计服务业增加值突破410亿元；现代物流快速发展，京东数字智慧物流港项目已建成，鲁西智慧冷仓物流产业园正在加快建设；完成柳园路智慧商圈建设，获批第二批省级试点智慧商圈。旅游业态势良好，2023年，全区共接待游客1,260万人次，实现旅游消费总额50.0亿元。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，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：近年东昌府区一般公共预算收入整体增长，但税收收入占比整体下降，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，2023年全区实现公共预算收入48.92亿元；从收入结构上看，近年税收收入占比整体下降，2023年税收收入占比为58.72%。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，2023年获得上级政府性基金补助收入25.85亿元。区域债务方面，近年东昌府区地方政府债务余额持续增长，2023年末地方政府债务余额为146.89亿元，较2021年末增长34.20%。根据东昌府区2023年财政预算执行情况报告，2024年东昌府区将按照“借新还旧、借长还短、借低还高”原则，制定详细的债务置换措施，推动债务置换工作落地见效；同时把防风险作为财政工作的重中之重，加强债务管理，进一步建立覆盖债务“借、用、管、还”全过程的管理机制。

表7 东昌府区主要财政指标情况（单位：亿元）

项目	2023年	2022年	2021年
一般公共预算收入	48.92	45.91	46.22
税收收入占比	58.72%	57.26%	78.27%
财政自给率	77.73%	75.90%	76.93%
政府性基金收入	1.20	1.41	1.09
地方政府债务余额	146.89	127.85	109.46

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 2021-2022 年决算报告、2023 年预算执行情况报告，中证鹏元整理

投融资平台：截至2023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，在当地棚户区改造工作中承担重要职能，区域竞争力强；2023年公司营业收入持续增长，拆迁安置收入、房屋销售收入及工程业务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，区域竞争力强。

公司收入来源以拆迁安置收入、房屋销售收入及工程业务收入为主，2023年公司实现营业收入50.74亿元，同比增长14.10%，主要系当年贸易业务收入增长较多所致；此外，商业租赁业务等对公司收入形成一定补充。毛利率方面，2023年公司销售毛利率为12.05%，毛利润主要由房屋销售业务贡献。

表8 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
拆迁安置业务:						
土地熟化	6.05	11.92%	12.96%	13.76	30.94%	13.22%
回购棚改房屋	8.44	16.64%	14.04%	24.60	55.32%	14.60%
小计	14.49	28.56%	13.59%	38.36	86.26%	14.10%
房屋销售业务	12.16	23.96%	23.51%	1.22	2.74%	28.12%
工程业务	18.14	35.75%	5.00%	2.01	4.52%	7.18%
贸易收入	4.86	9.58%	5.40%	1.41	3.17%	1.32%
商业租赁	0.69	1.36%	1.93%	0.57	1.28%	1.93%
砌块材料类销售	0.00	0.00%	-	0.46	1.03%	24.50%
电商、食品销售	0.00	0.00%	-	0.10	0.22%	1.30%
其他	0.40	0.79%	25.57%	0.36	0.81%	27.55%
合计	50.74	100.00%	12.05%	44.47	100.00%	13.80%

资料来源：公司提供

（一）拆迁安置业务

2023年公司拆迁安置收入下降较多，随着安置项目的建设和结算，未来收入仍较有保障；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，运营模式为代建模式，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%²计提，形成回购棚改房屋收入。

²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。

2023年公司完成拆迁的项目主要为五环工程、后街二期及东姚项目等，实现土地熟化收入6.05亿元，同比减少较多，主要系公司部分土地熟化项目结算方式变化，部分确认为工程业务收入；该业务毛利率较为稳定。因部分棚改项目抵顶工程款确认房屋销售收入以及部分项目结算为工程业务收入，2023年公司回购棚改房屋收入下降较多。2023年，公司实现回购棚改房屋收入8.44亿元，确认收入的项目为缤纷日月城一期项目，当期业务毛利率为14.04%，该业务毛利率较为稳定。

截至2023年末，公司主要在建土地熟化及回购棚改房屋项目预计总投资225.84亿元，累计已投资125.25亿元，后续尚需投入105.77亿元，公司面临较大的资金压力。截至2023年末，存货中尚有275.12亿元合同履约成本，公司未来收入较有保障，但未来现金回流情况对东昌府区财政状况有所依赖，回款时间存在一定的不确定性。

表9 截至 2023 年末公司主要在建土地熟化及回购棚改房屋项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	累计已投资
许窑西片区	6.21	1.17
五七里铺	26.22	6.38
八东、八西、十二里营片区棚户区改造项目	36.89	2.53
郭庄片区	7.48	5.23
罗庄二期	4.50	3.43
北臧棚户区	7.02	1.55
罗庄三期项目	7.95	5.72
王卷帽项目	10.29	15.47
鑫亚项目	8.47	4.51
前罗	23.21	21.31
岳庄	12.53	12.47
马官屯项目	16.22	11.17
郑官屯	12.19	10.29
路庄片区棚户区改造项目	7.50	5.68
仙庄二期南片区棚户区改造项目	9.87	8.30
东姚片区棚户区改造项目	14.84	1.62
聊城市东昌府区停车场建设项目	8.44	6.54
东昌府区五道口城乡冷链物流设施建设项目	6.01	1.88
合计	225.84	125.25

资料来源：公司提供

（二）房屋销售业务

2023年公司房屋销售收入增长较多，商品房项目均达到预售条件并对外出售，随着商品房项目完工结转，未来商品房销售收入较有保障

公司房地产业务收入来源于拍卖棚改房收入、商品房销售收入和棚改房抵债业务收入。2023年，公司实现房屋销售业务收入12.16亿元，同比大幅上涨，主要系公司部分棚改项目抵顶工程款确认房屋销售收入，以及当期商品房结转收入较多所致。

1) 拍卖棚改房业务

公司对部分区位较好、可出售比例较高的项目，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。公司负责棚户区的拆迁安置，定向安置拆迁户的收入按照定向安置价格以及拆迁协议约定的面积确认；超出补偿面积外的剩余房屋以公开拍卖的形式进行销售，按照市场价格定价。同时，棚户区改造安置区内的商业配套设施等，将由公司按照市场价格对外销售。2023年，公司将付庄、魏大庙、母庄及缤纷日月城一期等项目拍卖，实现拍卖棚改房屋销售收入2.62亿元。

2) 商品房销售

公司商品房销售业务主要涉及双子塔、水城悦府和西城新苑三个项目，其中双子塔项目属于公司自行开发建设，水城悦府和西城新苑为公司承接其他房地产开发公司业务形成。2023年，公司实现商品房销售收入5.15亿元，毛利率为28.24%。截至2023年末，公司商品房项目均达到预售条件并对外出售，随着房地产项目完工结转，未来商品房销售收入较有保障，但需关注房地产市场化销售情况易受当地经济发展、房地产市场波动影响，未来确认收入及盈利情况或存在一定的不确定性。

表10 截至 2023 年末公司商品房销售项目情况（单位：平方米、套、亿元）

项目名称	建筑面积	套数	成本	收入
双子塔	11,860	188	1.27	1.78
水城悦府	11,578	78	0.77	1.10
西城新苑	28,271	216	1.65	2.27
合计	51,709	482	3.69	5.15

资料来源：公司提供

3) 棚改房抵偿债务业务

2023年，随着房地产政策的收紧，公司前期建设的大量保障房项目去化面临一定的困难，同时由于公司建设保障房项目投入大量资金，经和施工方协商一致，将部分完工的保障房用于抵偿公司的工程款。公司上述抵偿债务的房源由公司委托销售代理及拍卖公司进行市场化销售或经双方协商一致的价格来抵偿所欠施工方款项。2023年，公司将八东八西、鑫亚、代庄、罗庄三期、路庄、郑官屯等项目抵顶工程款，实现房屋销售收入4.39亿元。

（三）其他业务

工程业务、商业租赁、商品销售及贸易业务等对公司收入形成一定补充

公司市政工程业务有两种业务模式，分别为采取单个项目签署委托代建协议的模式和整体签署委托代建协议的业务模式。在采取单个项目签署委托代建协议的模式下，公司市政工程项目包括道路、桥梁、城市更新等，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，单个项目体量较小，整体投资支出规模不大，采取单个项目签署委托代建协议的模式，不同项目管理费的比例有所区别。在整体签署委托代建协议的模式下，为了推进市场化转型，从2023年起，公司与东昌府区住建局签署委托代建协议转变为与聊城泰来（聊城市东昌府区财政局100%持股）签署委托代建协议。根据《委托代建协议》约定，泰来集团委托公司及子公司民安控股负责东昌府区棚户区改造项目建设，待项目建设完工达到可交付状态并通过验收合格后由公司项目移交给泰来集团，经双方交付确认后，由泰来集团按照项目决算价格支付给公司项目建设款。2023年，公司实现工程业务收入18.14亿元，同比大幅上涨。

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。根据《委托运营管理合同》，公司将孟达商务中心的租赁运营管理工作委托给聊城泰来，委托管理期限为10年，自2023年5月3日至2033年5月2日止，在此期间承租人所交房租均由聊城泰来代为收取。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。2023年公司获得租赁收入0.69亿元，近年租赁业务收入规模及毛利率较为稳定。

砌块材料类销售业务主要由聊城市龙安节能建材有限责任公司（以下简称“龙安节能”）负责，主要为砌块砖建材生产销售，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。2023年，龙安节能股权划出公司合并范围，当期公司未实现砌块材料类销售收入，未来业务开展情况尚待关注。

贸易业务主要由子公司聊城兴泰商业发展有限公司（以下简称“兴泰商业”）及青岛泰禾永晟实业发展有限公司（以下简称“泰禾实业”）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。2023年，公司实现贸易收入4.86亿元，同比增长较多，主要系大宗商品贸易量增加所致；当期业务毛利率为5.40%，业务盈利能力弱。2023年，泰禾实业股权划出公司合并范围，未来贸易业务开展情况尚待关注。

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洋连锁超市有限公司。因泰禾农业2023年未开展业务，当期未实现电商、食品销售收入。

（四）外部支持

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。

资产注入方面，2023年，公司收聊城市东昌府区财政局注资、东昌府区交通运输局代付款转注资，资本公积增加2.66亿元；此外，因聊城市安芯人工智能公共服务平台有限公司、龙安节能、聊城市清山环保科技有限责任公司、聊城清淼农村供水有限公司、泰禾实业、聊城民康生态发展有限公司、聊城市众泰环保建材有限公司、山东泰柯智能科技有限公司、聊城市江能供应链管理有限公司、聊城荣联智信商业运营管理有限公司、山东民安融汇项目管理有限公司股权减少，2023年公司资本公积减少4.08亿元。

财政补贴方面，2023年，公司获得政府拨入奖补资金1.28亿元，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2022年审计报告及公司提供的经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2023年审计报告，报告采用新会计准则编制。2023年，公司合并报表范围内新增1家子公司，减少11家子公司。截至2023年末，公司纳入合并范围的子公司为30家，详见附录四。

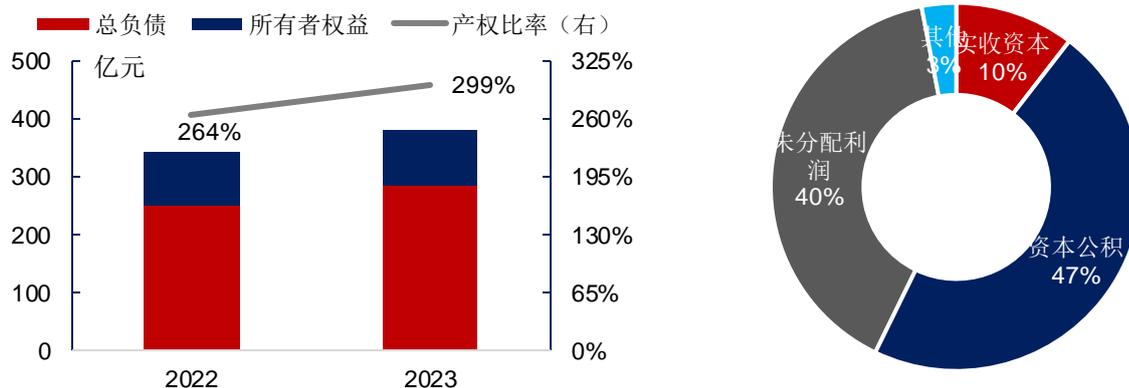
资本实力与资产质量

2023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、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合同履约成本，且部分资产受限，整体资产质量一般且流动性较弱

2023年末公司负债规模有所增长，所有者权益规模较为稳定，综合影响下，2023年末公司产权比率同比上升34.48个百分点至298.58%，整体财务杠杆水平较高。从权益结构来看，所有者权益主要为东昌府区政府对公司划拨股权与注入资金、资产等形成的资本公积及未分配利润。

图 3 公司资本结构

图 4 2023 年末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

随着拆迁安置项目的推进，公司资产规模持续增长，截至2023年末，公司资产总额达381.75亿元，同比增长11.02%；从资产结构来看，公司资产以流动资产为主，2023年末流动资产占总资产比重为85.94%。

2023年末公司货币资金规模为9.75亿元，其中受限货币资金6.67亿元，主要系定存单6.51亿元及冻结的银行存款0.15亿元。公司预付款项为预付的拆迁安置项目工程款，主要预付对象为聊城市东昌府区顺达拆迁服务中心及聊城经开置业有限公司。

2023年末公司应收账款10.76亿元，同比增长较多，主要为应收东昌府区财政局工程款7.31亿元及应收聊城市东昌府区住房和城乡建设局房租1.89亿元。其他应收款主要为公司与当地国企的往来款，截至2023年末，公司其他应收款为27.04亿元，前五大其他应收款余额为19.79亿元，占比73.23%；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”）往来款11.20亿元，应收聊城经济开发区昌润小额贷款股份有限公司（以下简称“昌润小贷”）往来款4.12亿元，应收聊城东安国有资本运营有限公司（以下简称“聊城东安”）往来款1.68亿元，应收聊城弘泰置业有限公司往来款1.50亿元，应收聊城市昌泰城镇建设有限责任公司（以下简称“聊城昌泰”）往来款1.29亿元。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，应收款项占其他应收款总额的比例为41.45%，账龄分布在1年以内、1-2年及2-3年；聊城东安被列入被执行人，且存在商票逾期，应收款项占其他应收款总额的比例为6.20%，账龄分布在1年以内、1-2年、2-3年；聊城昌泰被列入被执行人，应收款项占其他应收款总额的比例为4.76%，账龄分布在1年以内、1-2年、2-3年。需关注公司对失信被执行人、被执行人款项的回收情况。综合来看，公司应收款项规模较大，对营运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。

随着拆迁安置项目的推进，公司存货账面价值持续增长。2023年末公司存货账面价值为275.66亿元，其中合同履行成本账面价值275.12亿元，主要为保障房安置项目的拆迁补偿费用及开发成本；郑济高铁项目成本为11.10亿元，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；新能源

客车工业园项目账面价值7.93亿元，已完工尚未办理竣工验收，后续通过政府回款来平衡前期投入。整体来看，公司存货占比较高，未来项目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。

公司其他非流动金融资产主要系可供出售权益工具，2023年末账面价值为7.70亿元。2023年末公司长期股权投资规模为17.92亿元，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，2023年末投资性房地产账面价值17.95亿元，采用成本模式计量。

总体来看，2023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、被执行人等应收款项规模较大，存在较大的回收风险，存货主要为较难集中变现的项目开发成本及土地熟化成本，且截至2023年末公司受限货币资金6.67亿元，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	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	9.75	2.55%	12.74	3.71%
应收账款	10.76	2.82%	0.55	0.16%
预付款项	2.92	0.76%	20.97	6.10%
其他应收款	27.04	7.08%	36.07	10.49%
存货	275.66	72.21%	217.71	63.31%
流动资产合计	328.06	85.94%	290.13	84.37%
其他非流动金融资产	7.70	2.02%	4.87	1.42%
长期股权投资	17.92	4.69%	18.06	5.25%
投资性房地产	17.95	4.70%	18.57	5.40%
非流动资产合计	53.68	14.06%	53.73	15.63%
资产总计	381.75	100.00%	343.86	100.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2023年公司营业收入持续增长，业务收入持续性较好，政府补助一定程度提升了公司的利润水平

2023年公司实现营业收入50.74亿元，同比增长14.10%，主要系当年贸易业务收入增长较多所致。截至2023年末，公司待确认收入的项目开发成本及土地熟化成本较多，收入持续性较好。毛利率方面，2023年公司销售毛利率为12.05%，较上年略有下降，整体较为稳定，毛利润主要由房屋销售业务贡献。财政补贴方面，2023年，公司获得政府拨入奖补资金1.28亿元，计入其他收益，占利润总额29.02%，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	2023年	2022年
营业收入	50.74	44.47
营业利润	4.42	4.20
其他收益	1.29	1.04
利润总额	4.41	4.20
销售毛利率	12.05%	13.80%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力

2023年公司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上升

截至2023年末，公司总债务为143.04亿元，占负债总额的比例为50.02%。2023年末公司短期债务占总债务的比例为21.98%，较2022年末下降7.71个百分点。

从构成来看，公司总债务以银行借款、债券融资及非标融资为主。从总债务计入具体科目来看，2023年末公司短期借款和长期借款主要为信用借款、抵质押借款及保证借款，授信银行主要有中国农业发展银行、国家开发银行等政策性银行，兴业银行、恒丰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；此外，聊城市财信投资有限公司对公司授信，2023年末授信总额为22.79亿元（已使用22.24亿元）。公司债券融资规模占比较高，主要为公司发行的公司债券、企业债券、民安定融及江泰债权转让项目，2023年末公司应付债券余额46.68亿元，其中民安定融及债权相关产品合计2.38亿元。2023年末公司长期应付款为7.56亿元，同比减少39.08%，主要系一年内到期的长期应付款增长较多所致；长期应付款主要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、中交雄安融资租赁及山东高速环球融资租赁等。

截至2023年末，公司一年内到期的非流动负债23.15亿元，同比有所增长，为一年内到期的长期借款6.21亿元、一年内到期的应付债券9.99亿元及一年内到期的长期应付款6.95亿元。公司应付票据均为应付电子商业承兑汇票，2023年末余额为2.13亿元。

表13 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.16	2.15%	4.98	2.00%
应付账款	20.45	7.15%	7.72	3.10%
合同负债	30.00	10.49%	22.15	8.88%
其他应付款	76.65	26.80%	66.92	26.83%
一年内到期的非流动负债	23.15	8.09%	21.79	8.74%
流动负债合计	167.67	58.63%	130.90	52.48%

长期借款	63.95	22.36%	57.53	23.07%
应付债券	46.68	16.32%	48.59	19.48%
长期应付款	7.56	2.64%	12.41	4.97%
非流动负债合计	118.30	41.37%	118.53	47.52%
负债合计	285.97	100.00%	249.42	100.00%
总债务	143.04	50.02%	141.90	56.89%
其中：短期债务	31.44	10.99%	42.13	16.89%
长期债务	111.60	39.03%	99.77	40.00%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

偿债能力指标方面，公司资产负债率水平较高，2023年末为74.91%。此外，2023年末公司现金短期债务比为0.32，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；2023年公司EBITDA利息保障倍数下降至0.53，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2023年末，公司获得授信总额度共计218.34亿元，尚未使用额度为75.00亿元（占比34.35%）；2023年公司涉诉、被执行情况较多且出现较多非标舆情，仍需持续关注相关融资政策收紧及市场环境恶化带来的流动性风险。

表14 公司偿债能力指标

指标名称	2023 年	2022 年
资产负债率	74.91%	72.54%
现金短期债务比	0.32	0.30
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.70

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司 ESG 表现有待加强，但对公司持续经营和信用水平基本无负面影响

环境方面，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，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，根据公司提供的《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》，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，2023年-2024年5月，公司董事、监事及总经理发生人员变动。截至2024年5月末，公司董事会成员为王保友、李辉及王虎，王保友为董事长，李辉为总经理；监事为张金堂。

中证鹏元注意到，近年来公司与政府部门及关联公司的往来款较多，内部控制体系与治理结构有待优化。同时，2023年以来，公司作为被告多次涉及工程施工、融资租赁合同纠纷及借款合同纠纷，已多次被列为被执行人，显示公司在履行合同义务、及时履行法律义务等方面有待加强。整体看，公司建立了相对规范的公司治理结构、管理决策机制和经营管理制度，但在内控体系建设、履行法律义务等方面仍有待加强。

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年5月6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。但未结清信贷中存在一笔关注类贷款记录，系公司与国药控股（中国）融资租赁有限公司（以下简称“国控租赁”）的融资租赁借款，借款本金5,500万元，借款余额1,181.03万元；根据国控租赁出具的《借款情况说明》，该笔租赁期限为2019年9月25日至2024年9月25日，由聊城安泰名下的土地提供抵押担保，因考虑区域性整体债务风险，将该笔借款列为关注类。

为其他借款人承担的相关还款责任存在一笔次级类贷款记录，还款责任金额8,500万元，余额为5,474.86万元，债权机构为上海国金融资租赁有限公司（以下简称“国金租赁”）；根据国金租赁出具的《贷款担保情况说明》，聊城安泰为借款方新启点教育的融资租赁借款8,500万元提供保证担保，租赁期限为2022年6月28日至2025年6月27日，因考虑区域性整体债务风险，将该笔借款列为次级类。

为其他借款人承担的相关还款责任存在两笔关注类贷款记录，还款责任金额合计1,900万元，余额为1,900万元，债权机构为聊城农村商业银行股份有限公司（以下简称“聊城农商行”）。根据聊城农商行出具的《贷款担保情况说明》，聊城安泰为借款方新启点教育的流动资金借款提供保证担保，借款期限为2023年2月21日至2024年2月19日；为借款方聊城安通汽车租赁有限公司³的流动资金借款提供保证担保，借款期限为2023年2月21日至2024年2月19日，以上贷款到期后办理了借新还旧业务，办理后系统自动分类为关注类。

根据公司提供的子公司民安控股的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月4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。

跟踪期内，公司出现较多负面舆情，如票据逾期、融资租赁合同纠纷、借款纠纷等。2024年以来，公司逐步解决上述问题。根据上海票据交易所信息查询，截至2024年3月末，子公司聊城市民安控股建设有限公司票据承兑余额2.20亿元、逾期余额2.20亿元、累计逾期发生额6.05亿元；截至2024年6月20日，

³ 现更名为聊城安通新能源汽车服务有限公司

上述票据逾期事项已解决。此外，案号为(2024)鲁1502执2015号、(2024)鲁15执450号、(2024)鲁15执452号、(2024)鲁0191执886号、(2024)鲁1502执522号、(2024)鲁1502执55号、(2023)鲁1502执6713号、(2024)鲁1502执2544号、(2024)鲁15执551号的被执行案件（案由为工程施工合同纠纷、借款合同纠纷）因协调展期及支付款项而撤掉被执行记录。根据中国执行信息公开网查询结果，截至2024年6月20日，公司尚存在5笔被执行记录，执行金额合计1.39亿元。

表15 截至 2024 年 6 月 20 日公司被执行情况（单位：万元）

编号	执行法院	案号	执行标的	案由
案件一	天津市滨海新区人民法院	(2024)津0116执12729号	113.09	借款纠纷
案件二	天津市滨海新区人民法院	(2024)津0116执12610号	1,766.88	融资租赁借款纠纷
案件三	山东省聊城市东昌府区人民法院	(2024)鲁1502执恢634号	2,000.00	借款纠纷
案件四	山东省聊城市东昌府区人民法院	(2024)鲁1502执1419号	6,030.22	融资租赁借款纠纷
案件五	山东省聊城市东昌府区人民法院	(2024)鲁1502执恢34号	4,000.00	借款纠纷
合计	-	-	13,910.19	-

资料来源：公司提供

或有事项分析

截至2023年末，公司对外担保余额合计9.27亿元，占当期末净资产的9.68%，其中公司对民营企业山东九为智能科技有限公司担保余额合计0.37亿元，其余均为地方国企；此外，公司对被执行人聊城东安及新启点教育担保余额合计3.96亿元；公司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16 截至 2023 年末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	贷款期限	是否有反担保
聊城东安国有资本运营有限公司	5,900.00	2019.9.29-2024.9.29	否
聊城东安国有资本运营有限公司	2,627.68	2020.10.30-2024.10.18	否
聊城东安国有资本运营有限公司	2,863.16	2020.1.10-2025.1.10	否
聊城东安国有资本运营有限公司	3,620.00	2023.11.1-2024.11.1	否
聊城市新启点教育发展有限公司	950.00	2023.2.21-2024.2.19	否
聊城市新启点教育发展有限公司	12,280.00	2019.12.13-2029.12.10	否
聊城市新启点教育发展有限公司	5,474.86	2022.6.28-2025.6.27	否
聊城市新启点教育发展有限公司	5,870.00	2020.4.1-2029.12.10	否
聊城安东产业发展有限公司	1,500.00	2023.12.14-2024.1.24	否
聊城安通新能源汽车服务有限公司	950.00	2023.2.21-2024.2.19	否
聊城市泰来城市发展集团有限公司	46,950.00	2022.12.14-2037.12.8	否
山东九为智能科技有限公司	2,719.41	2023.1.13-2026.1.13	否
山东九为智能科技有限公司	1,000.00	2023.3.17-2024.3.15	否
合计	92,705.11	-	-

资料来源：公司提供

个体信用状况变化说明

本次评级公司个体信用状况为bbb+，较上次评级下调1个级别，主要是由于2023年公司公益性、准公益性业务（拆迁安置业务）收入下降较多，导致公司经营状况评分中“业务稳定性与持续性”得分下降，公司经营状况等级由上次评级“优秀”下调为“非常强”。

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，东昌府国资局间接持有公司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，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。

外部特殊支持变化说明

经评估，东昌府区政府对公司提供支持的能力和意愿较上次评级均未发生变化，本次评级公司个体信用状况下调1个级别后，使得公司个体信用状况与支持方之间的等级差增加1个级别，依据《外部特殊支持评价方法和模型》(版本号: cspy_ffmx_2022V1.0)，同时考虑到跟踪期内公司所面临的区域环境、经营和财务状况均未发生重大变化，外部特殊支持由上次评级的“+4”调整为“+5”。

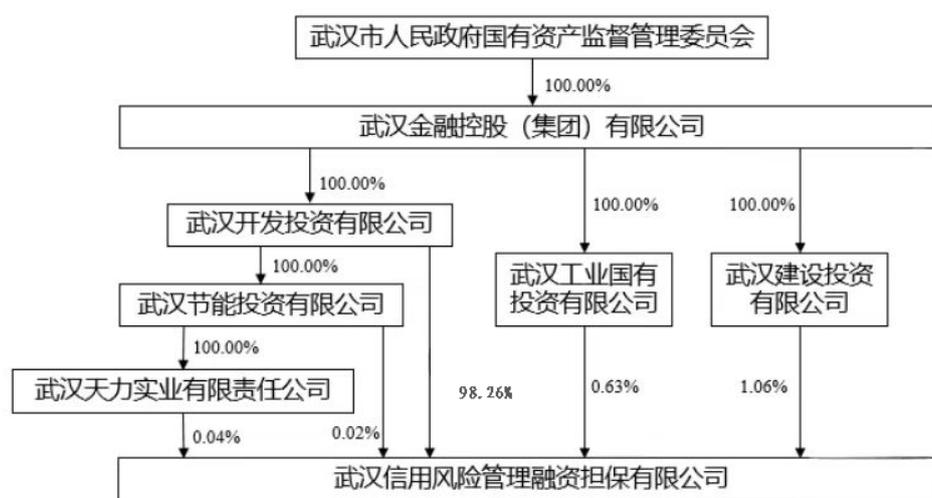
九、债券偿还保障分析

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2023年9月末，武汉信用注册资本和实收资本均为100.00亿元，控股股东为武汉开投，直接持股比例为98.26%，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 5 截至 2023 年 9 月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年开始开展担保业务，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”）。

武汉信用前期通过武汉信用投资集团股份有限公司（以下简称“武信投资”）开展委托贷款业务，2020年委贷业务收入占比较高，是最重要的收入来源。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，并将武信投资股权转让给武汉开投，形成较大规模的应收武汉开投股权转让款项和应收武信投资的往来款项；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%。2022年，武汉信用实现担保费收入1.01亿元，较2021年变动不大。

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。融资租赁业务由武汉融资租赁有限公司（以下简称“武汉租赁”）负责经营，2020年以来武汉信用大力发展融资租赁业务，2021年实现融资租赁收入1.57亿元，同比增长181.95%，2022年，武汉信用实现融资租赁收入1.56亿元，较2021年变动不大；截至2023年9月末，武汉租赁应收融资租赁款总额

为14.23亿元，较2020年末增长32.62%，无关注及不良类余额。武汉信用其他收入主要包括资金占用费收入和房屋租赁收入，2021年武汉信用对应收武信投资的部分款项约定以8%的利率收取资金占用费，2022年起该部分款项不再收取资金占用费，导致其他收入同比减少3.66亿元至0.12亿元。综合影响下，武汉信用2022年营业总收入3.10亿元，同比大幅下降62.68%。目前武汉信用投资收益主要为投资武汉农村商业银行股份有限公司（以下简称“武汉农商行”）等金融机构获得的现金分红，2022年为1.29亿元。

表17 武汉信用收入构成及投资收益情况（单位：亿元）

项目	2023年 1-9月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
担保费收入	0.37	11.57%	1.01	23.02%	1.03	11.29%	1.75	3.97%
债权投资收入	0.26	8.13%	0.40	9.20%	1.92	21.03%	22.07	49.97%
融资租赁收入	1.27	40.02%	1.56	35.57%	1.57	17.18%	0.56	1.26%
其他收入	0.07	2.08%	0.12	2.77%	3.78	41.34%	0.85	1.93%
营业总收入	1.96	61.80%	3.10	70.56%	8.30	90.84%	25.23	57.12%
投资收益	1.21	38.20%	1.29	29.44%	0.84	9.16%	18.94	42.88%
合计	3.17	100.00%	4.39	100.00%	9.13	100.00%	44.16	100.00%

资料来源：武汉信用 2020-2022 年审计报告、未经审计的 2023 年 1-9 月财务报表及武汉信用提供，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。武汉信用以直接担保债券、分保其他担保机构在保债券两种形式开展债券担保业务。直接担保债券业务来源主要为证券公司推荐以及业务人员自主拓展，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1.0-1.5%/年之间，平均费率为1.2%/年。2020年以来，武汉信用大力发展债券担保业务，同时在湖北省债券发行“绿色通道”政策支持下，直接担保债券规模增长较快，截至2022年末其规模为81.00亿元，较2020年末增加89.25%；2023年1-9月，受市场环境的影响，武汉信用直接担保债券业务规模有所下降，截至2023年9月末直接担保债券规模为76.00亿元。截至2023年9月末，武汉信用定向债权担保余额5.60亿元，主要为针对在武汉金融资产交易所发行的定向债务融资工具进行担保；融资租赁担保业务规模1.00亿元，均为与海通恒信国际融资租赁股份有限公司合作业务。随着分保业务解保，叠加定向债权投资担保业务规模下滑，2022年末武汉信用直接融资担保余额较2020年末大幅下降51.62%至88.39亿元；截至2023年9月末，武汉信用直接融资担保余额为82.71亿元；截至目前，武汉信用直接融资担保业务未发生过代偿。

武汉信用间接融资担保业务主要为通过武汉信用本部开展流动资金贷款担保，客户主要为中小微民营企业及部分平台类企业下属子公司，担保费收费标准集中在2.0-2.5%/年之间，平均费率为2.3%/年。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，叠加市场竞争影响，间接融资担保业务规模下降明显，截至2023年9月末，武汉信用间接融资担保业务担保余额为7.38亿元，较2020年末下降55.84%。

武汉信用通过子公司创业担保开展住房商贷转公积金贷款担保业务和个人创业贷款担保业务，政策性担保业务收取担保费较少，主要通过政府补贴获得收入。截至2023年9月末，住房商转公积金贷款担保余额19.16亿元；个人创业贷款担保业务担保余额0.77亿元。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《关于开展新型银政担合作的通知》，湖北省再担决定与创业担保开展新型银政担合作，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，武汉信用间接融资担保规模有望增加。

凭借较好的股东背景，武汉信用与武汉地区多家商业银行建立了良好的合作关系，截至2023年9月末，共有11家银行给予武汉信用担保业务授信额度合计68.32亿元，已使用授信额度合计7.37亿元，尚未使用授信额度60.94亿元，未来仍有一定业务发展空间。

表18 武汉信用担保业务开展情况（单位：笔、亿元）

项目	2023年9月	2022年	2021年	2020年
当期担保项目笔数	241	229	181	343
当期担保发生额	9.96	30.73	54.00	184.37
当期解除担保额	12.86	41.12	150.03	22.65
期末担保余额	90.09	92.99	103.38	199.42
直接融资担保余额	82.71	88.39	97.06	182.69
间接融资担保余额	7.38	4.60	6.32	16.72
融资担保责任余额	74.89	76.79	88.22	167.58
融资担保责任余额净资产放大倍数(X)	0.62	0.63	0.68	1.16

资料来源：武汉信用提供

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，2021年代偿规模同比有所下降，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%；2022年和2023年1-9月武汉信用分别发生代偿0.54亿元和0.23亿元，因同期不再发生大规模解保，当期担保代偿率分别增加至1.30%和1.81%。截至2023年9月末，武汉信用累计担保代偿额10.47亿元，累计担保代偿率为0.96%。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2023年9月末，武汉信用累计收回代偿款8.50亿元，累计代偿回收率81.23%，代偿回收情况良好。

2021年以前武汉信用委托贷款业务运营主体为子公司武信投资，2021年武汉信用将武信投资股权转让予武汉开投，武汉信用委托贷款全部划出，并形成对武信投资及武汉开投应收款项，2023年9月末应收武信投资款项合计46.82亿元，应收武汉开投款项合计96.12亿元，武汉信用应收款项回收时间存在较大不确定性。截至2023年9月末，武汉信用交易性金融资产为持有的湖北银行股票，账面价值0.56亿元；其他非流动金融资产主要为武汉信用以LP身份认购的武汉东武方信商务服务合伙企业（有限合伙）份

额12.93亿元，此外武汉信用持有汉口银行股权，账面价值0.74亿元；长期股权投资主要为持有的武汉农商行7.56%股权，武汉信用为其第一大股东，账面价值20.14亿元，2020武汉农商行向武汉信用分红0.72亿元，2021年、2022年均为每10股配送红股1股；债权投资资产主要为投资武汉龟山旅游发展有限公司（以下简称“龟山旅游”）发行的10亿元定向债，剩余部分债权账面价值5.74亿元。前述资产为武汉信用贡献了一定投资收益和债权投资收入，2022年及2023年1-9月分别获得投资收益1.29亿元和1.21亿元，及债权投资收入0.40亿元和0.26亿元，对利润形成一定补充。

2021年武汉信用将武信投资转让予武汉开投，此外通过消除多边挂账、减少应付关联方款项等方式清理债务关系、压降资产规模，截至2023年9月末，武汉信用资产总额为216.42亿元，较2020年末减少57.40%，其中以其他应收款为主的流动资产占比为77.05%。其中：货币资金账面价值为2.97亿元，其中受限货币资金合计1.56亿元，为履约保证金；应收账款主要为应收代偿款，账面价值为2.59亿元；其他应收款主要为应收关联方往来款，2022年以来武汉信用陆续收回应收武信投资款项，截至2023年9月末，武汉信用其他应收款150.03亿元，其中应收武信投资款项合计46.82亿元，应收武汉开投款项合计96.12亿元，回款时间存在不确定性；一年内到期的非流动资产和长期应收款均为融资租赁款项，账面价值合计为14.15亿元；此外武汉信用交易性金融资产、债权投资、长期股权投资、其他非流动金融资产构成的投资资产账面价值合计45.47亿元。

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%，不满足监管部门III级资产不得高于资产总额扣除应收代偿款的30%的要求。截至2023年9月末，武汉信用III级资产合计152.28亿元，占比为97.76%，主要为其他应收款。根据武汉信用提供的三级资产压降计划，其预计到2024年末，武汉信用其他应收款将压降至34亿元，III级资产规模及占比将符合监管指标要求。武汉信用面临较大资产结构调整压力，其他应收款的回收时间存在较大不确定性，中证鹏元将持续关注武汉信用其他应收款压降计划的执行情况。

表19 武汉信用三级资产结构（单位：亿元）

项目	2023年9月		2022年		2021年		2020年	
	金额	占比*	金额	占比*	金额	占比*	金额	占比*
I级资产	1.42	0.91%	1.22	0.71%	1.60	0.79%	10.82	2.47%
II级资产	1.90	1.22%	1.90	1.11%	1.90	0.94%	1.90	0.43%
III级资产	152.28	97.76%	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

受武信投资转出及应付关联方款项压降影响，截至2023年9月末，武汉信用负债总额较2020年末大幅下降73.65%至95.68亿元。其中：短期借款主要为武汉租赁的银行借款，2023年9月末余额为1.56亿元；其他应付款规模为18.11亿元，其中主要包括应付关联方往来款4.69亿元、应付外部单位往来款7.74亿元，后者为武汉开投将对武汉信用的应收账款转让至资管公司融资款项；长期借款、长期应付款和一年内到

期的非流动负债主要为向银行、信托、租赁等机构的融资余额，大部分借款由武汉金控提供保证担保，少量为质押借款和信用借款。截至2023年9月末，武汉信用总债务规模合计85.84亿元，与负债总额的比例为89.72%。

2022年武汉信用对股东分红6.70亿元，2023年武汉信用发行的其他权益工具中铁（2020）债投字411号到期，2023年9月末武汉信用所有者权益较2020年末下降16.67%至120.74亿元，其中实收资本100.00亿元，未分配利润15.79亿元；武汉信用融资担保责任余额放大倍数为0.62倍，放大倍数较低，未来担保业务发展空间较大。

受委托贷款业务随武信投资划出影响，武汉信用营业收入持续下滑，目前盈利能力一般，应收关联方款项回收时间存在较大不确定性，或将对未来盈利能力产生影响。

表20 武汉信用主要财务指标情况（单位：亿元）

项目	2023年9月	2022年	2021年	2020年
资产总额	216.42	219.05	242.41	508.00
货币资金	2.97	4.22	4.48	15.86
应收代偿款净额	1.96	1.73	1.73	2.27
所有者权益合计	120.74	122.27	129.50	144.89
营业收入	1.96	3.10	8.30	25.53
担保业务收入	0.37	1.01	1.03	1.75
净利润	3.57	4.17	6.39	6.54
净资产收益率	-	3.37%	4.66%	4.64%
累计担保代偿率	0.96%	0.95%	0.94%	1.02%
累计代偿回收率	81.23%	83.05%	82.17%	74.77%
拨备覆盖率	160.54%	195.67%	126.98%	159.98%

资料来源：武汉信用2020-2022年审计报告、未经审计的2023年1-9月财务报表及武汉信用提供，中证鹏元整理

武汉信用控股股东为武汉开投，截至2023年9月末武汉开投对武汉信用持股比例为98.26%，实际控制人为武汉金控，作为武汉金控综合金融服务体系中重要组成部分，中证鹏元认为在武汉信用面临债务困难时，武汉金控提供支持的意愿非常强，体现为：武汉信用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。同时，中证鹏元认为武汉金控提供支持的能力很强，主要体现为：武汉金控成立于2005年8月，系武汉市国资委直属国有金融投资集团，其作为华中地区重要的综合金融服务商，已形成金融和实业“双轮驱动、有机融合”的业务格局。武汉金控旗下拥有金融、类金融牌照20余张，综合金融服务框架体系包括银行、金融租赁、信托、保险、公募基金、期货、资产管理、担保、产业基金、票据经纪、金融资产交易所、金融外包服务、小贷和典当等金融、类金融机构。此外还从事包括以集成电路、新能源汽车等战略性新兴产业、高科技产业为主的实业投资经营。截至2023年9月末，武汉金控资产总额2,012.22亿元，所有者权益合计350.84亿元；2022年武汉金控实现营业

收入598.53亿元，实现利润总额17.76亿元。

综上所述，武汉信用实际控制人武汉金控综合实力较强，在融资和业务发展方面给予武汉信用大力支持；武汉信用自身资本实力较强，有利于担保业务发展。同时中证鹏元也关注到武汉信用收入规模持续下滑，盈利能力一般；间接融资担保业务主要客群抗风险能力一般，当期担保代偿率较高；应收关联方款项规模较大需关注回收进度；资产流动性较弱，资产配置调整压力大；负债规模较大，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

公司承担东昌府区保障性住房项目的投融资、实施与运营职责，区域竞争力强；主要在建的拆迁安置项目投资规模较大，随着项目结算，公司未来收入较有保障。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、偿债压力及较大的或有负债风险等风险因素；此外，2023年以来，公司作为被告多次涉及工程施工、融资租赁合同纠纷及借款合同纠纷，已多次被列为被执行人。但考虑到公司作为聊城市东昌府区重要的投资开发建设主体，在资产注入、股权划转以及财政补贴等方面持续获得当地政府及相关部门的较大支持。综合来看，公司抗风险能力尚可，此外，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。

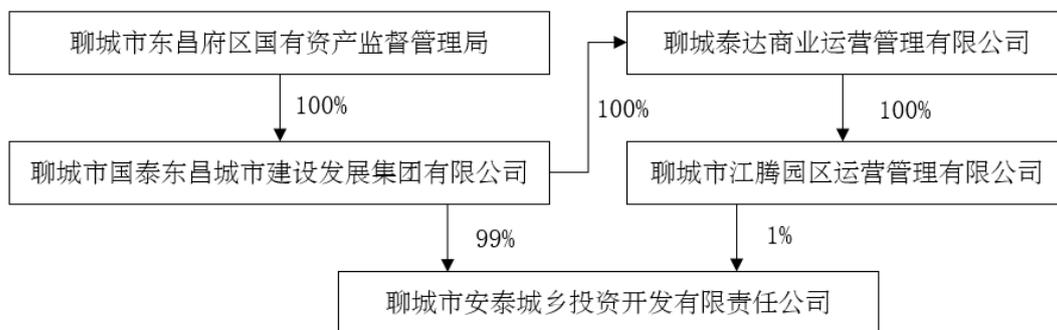
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“21安泰专项债/21安泰债”信用等级为AA+。

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）	2023年	2022年	2021年
货币资金	9.75	12.74	8.19
其他应收款	27.04	36.07	29.32
存货	275.66	217.71	196.11
流动资产合计	328.06	290.13	259.02
固定资产	6.30	3.41	3.51
长期股权投资	17.92	18.06	17.71
投资性房地产	17.95	18.57	19.41
非流动资产合计	53.68	53.73	48.76
资产总计	381.75	343.86	307.78
短期借款	6.16	4.98	4.62
应付账款	20.45	7.72	7.58
合同负债	30.00	22.15	56.09
其他应付款	76.65	66.92	37.16
一年内到期的非流动负债	23.15	21.79	18.86
流动负债合计	167.67	130.90	131.68
长期借款	63.95	57.53	45.41
应付债券	46.68	48.59	34.50
非流动负债合计	118.30	118.53	89.54
负债合计	285.97	249.42	221.22
总债务	143.04	141.90	114.21
其中：短期债务	31.44	42.13	35.13
所有者权益	95.78	94.44	86.56
营业收入	50.74	44.47	30.46
营业利润	4.42	4.20	3.05
其他收益	1.29	1.04	0.84
利润总额	4.41	4.20	3.11
经营活动产生的现金流量净额	8.47	-14.87	-3.09
投资活动产生的现金流量净额	-3.19	-3.73	-6.60
筹资活动产生的现金流量净额	-9.70	24.05	4.43
财务指标	2023年	2022年	2021年
销售毛利率	12.05%	13.80%	15.25%
资产负债率	74.91%	72.54%	71.88%
短期债务/总债务	21.98%	29.69%	30.76%
现金短期债务比	0.32	0.30	0.36
EBITDA（亿元）	6.61	6.47	5.76
EBITDA 利息保障倍数	0.53	0.70	0.70

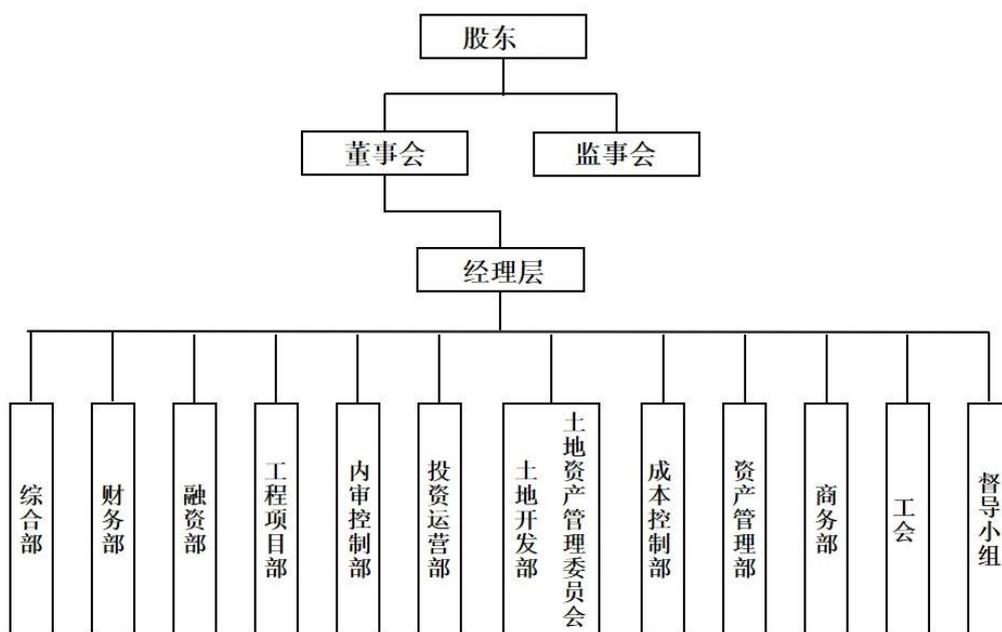
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年末）



资料来源：公司提供

附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的子公司情况⁴

公司名称	持股比例		业务性质
	直接持股	间接持股	
山东国振建设管理有限公司	70.00%	-	工程管理服务
聊城市昌元投资开发建设有限公司	100.00%	-	房地产开发经营
会凌(山东)城市开发投资有限公司	100.00%	-	房地产开发经营
聊城市城郊资源利用有限公司	100.00%	-	再生资源回收(除生产性废旧金属)
聊城兴泰商业发展有限公司	100.00%	-	日用百货、服装鞋帽、化妆用品、针织用品、儿童玩具、文体用品、乐器、办公用品、工艺美术品、珠宝首饰品、通讯器材等。
山东晟泓农村开发建设有限公司	100.00%	-	建设工程施工
山东久泓中草药有限公司	-	51.00%	中草药种植
聊城市东昌府区泰禾农业发展有限公司	-	80.00%	城市配送运输服务(不含危险货物)
山东泰禾供应链管理有限公司	-	51.00%	国内货物运输代理
聊城市东昌府区泰禾物流有限公司	-	100.00%	国内货物运输代理
山东三佰米网络科技有限公司	-	51.00%	软件开发、软件设计、机器人的研发、网络技术开发、系统集成及销售;预包装食品、保健食品等。
安信(山东)农业科技服务有限公司	-	70.00%	农业技术推广、农业科技研发
聊城星成文旅康养发展有限公司	-	100.00%	休闲观光活动
聊城市江泰城市建设发展有限公司	100.00%	-	建设工程施工
山东鲁浩市政工程有限公司	-	100.00%	建设工程施工
鹏铭(中国)融资租赁有限公司	75.00%	-	融资租赁业务
山东葛泰环保科技有限公司	51.00%	-	环保技术研发
聊城市安云捷泰商贸有限公司	80.00%	-	机床、机械配件等销售
聊城市民安控股建设有限公司	81.60%	-	房地产开发经营
山东民安瑞坤城市发展有限责任公司	-	51.00%	城市公共交通
山东民兴健康产业发展有限公司	-	51.00%	医学研究和试验发展
聊城市民安恒裕投资有限公司	-	100.00%	以自有资金从事投资活动
聊城市民安金泰投资管理有限公司	-	51.00%	以自有资金从事投资活动
聊城泰达商业运营管理有限公司	100.00%	-	房地产评估
山东城开物业管理服务有限公司	-	100.00%	物业管理
聊城宏远物业管理有限公司	-	100.00%	物业管理
聊城市江腾园区运营管理有限公司	-	100.00%	房地产开发经营

⁴ 聊城市民安控股建设有限公司对聊城市民安恒裕投资有限公司、聊城市民安金泰投资管理有限公司、山东民兴健康产业发展有限公司、山东民安瑞坤城市发展有限责任公司尚未出资，聊城市民安恒裕投资有限公司、聊城市民安金泰投资管理有限公司、山东民兴健康产业发展有限公司、山东民安瑞坤城市发展有限责任公司尚未实际经营。

聊城市鸿博建设工程质量技术咨询有限公司	-	77.13%	检验检测服务
聊城市馨泰养老产业有限公司	-	100.00%	旅游业务
聊城领富股权投资基金管理有限公司	100.00%	-	受托管理股权投资基金

资料来源：公司提供

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。