信用等级公告

联合〔2020〕1333 号

联合资信评估有限公司通过对济南西城投资开发集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持济南西城投资开发集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”和“18 济西投债/18 济西投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年六月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

济南西城投资开发集团有限公司2020年跟踪评级报告

评级结果：

项 目	本次级别	评级展望	上次级别
济南西城投资开发集团有限公司	AAA	稳定	AAA
17济西城投MTN001	AAA	稳定	AAA
17济西城投MTN002	AAA	稳定	AAA
18济西投债/18济西投	AAA	稳定	AAA

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17济西城投MTN001	8.00	8.00	2022/06/14
17济西城投MTN002	5.00	5.00	2022/08/18
18济西投债/18济西投	33.00	33.00	2028/12/18

注：“17济西城投MTN001”和“17济西城投MTN002”发行期限均为5+N年。“18济西投债/18济西投”发行期限为5+5年；上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2020年6月15日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
城市基础设施投资企业信用评级方法	V3.0.201907
城市基础设施投资企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

评级观点：

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）是济南市西部新城区土地整理、基础设施建设及资产运营主体。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了跟踪期内公司外部发展环境良好，持续获得外部支持。同时，联合资信也关注到公司业务回款易受土地市场波动影响，资产流动性弱及债务负担重等不利因素对公司经营发展和偿债能力带来的不利影响。

跟踪期内，济南市经济保持较快增长，整体经济实力居山东省前列。西部新城为济南市重点建设城区，随着西部新城区域经济的发展，公司负责开发的存量土地存在较大升值空间，公司有望保持稳健经营。

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17济西城投MTN001”“17济西城投MTN002”和“18济西投债/18济西投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部发展环境良好。**跟踪期内，济南市经济保持较快增长，整体经济实力居山东省前列；西部新城为济南市重点建设城区，发展潜力大。
2. **专营优势显著。**作为济南市西部新城投资及建设的核心主体，跟踪期内，公司继续在西部新城区开展土地整理、基础设施建设及资产运营等业务，专营优势显著。
3. **持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在土地出让返还和财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

关注

1. **土地整理收入稳定性较差。**公司土地出让情况受房地产市场行情及政策因素影响波动大。跟踪期内，公司土地出让规模很小，2019年，公司确认土地整理收入较上年大幅下降69.00%至9.93亿元。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa-	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	1
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	1
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				
政府支持				3

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：兰 迪 董洪延
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

2. **资产流动性弱，质量一般。**截至 2019 年底，公司存货、固定资产和在建工程合计占比 76.79%，存货主要为项目开发成本及土地整理成本。
3. **债务负担重，2020 年面临一定集中偿付压力。**截至 2019 年底，公司调整后全部债务为 592.79 亿元，调整后全部债务资本化比率为 65.06%；2020 年，公司需偿还有息债务 91.78 亿元，面临一定集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.14	51.59	58.44	36.34
资产总额(亿元)	931.78	978.04	1066.64	1049.82
所有者权益(亿元)	310.87	316.93	318.41	317.23
短期债务(亿元)	47.08	50.41	79.23	99.26
长期债务(亿元)	293.53	253.59	249.25	267.12
全部债务(亿元)	340.61	304.00	328.48	366.37
营业收入(亿元)	33.51	49.42	27.84	0.88
利润总额(亿元)	16.50	8.39	10.68	-1.26
EBITDA(亿元)	21.73	16.77	15.92	--
经营性净现金流(亿元)	-14.82	35.00	-4.69	-2.50
营业利润率(%)	40.98	27.63	39.75	13.12
净资产收益率(%)	5.28	2.60	3.33	--
资产负债率(%)	66.64	67.60	70.15	69.78
全部债务资本化比率(%)	52.28	48.96	50.78	53.59
流动比率(%)	488.74	336.98	219.47	209.92
经营现金流动负债比(%)	-15.29	25.17	-2.00	--
现金短期债务比(倍)	1.15	1.02	0.74	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	0.80	0.61	0.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.67	18.13	20.63	--
公司本部（母公司）				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额(亿元)	829.85	854.33	917.06	938.24
所有者权益(亿元)	277.89	288.11	305.91	305.42
全部债务(亿元)	254.30	231.88	258.68	303.07
营业收入(亿元)	29.59	41.86	20.62	0.28
利润总额(亿元)	16.02	12.27	14.57	-0.48
资产负债率(%)	66.51	66.28	66.64	67.45
全部债务资本化比率(%)	47.78	44.59	45.82	49.81
流动比率(%)	501.02	372.81	255.97	238.01
经营现金流动负债比(%)	6.35	42.53	-4.28	--

注： 2020 年一季度财务报表未经审计

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 济西投债/18 济西投 17 济西城投 MTN001 17 济西城投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2019/06/20	兰迪 董洪延	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2018 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
18 济西投债/18 济西投	AAA	AAA	稳定	2018/11/26	闫蓉 张婷婷	城市基础设施投资企业主体信用评级方法（2017 年） 城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	阅读全文
17 济西城投 MTN002	AAA	AAA	稳定	2017/08/08	闫蓉 朱煜	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文
17 济西城投 MTN001	AAA	AAA	稳定	2016/12/14	闫蓉 兰迪	基础设施建设投资企业信用分析要点（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

济南西城投资开发集团有限公司 2020 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“济南西城”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人未发生变化，全资股东仍为济南城市建设集团有限公司（以下简称“建设集团”），实际控制人仍为济南市人民政府。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本和实收资本未发生变化，均为 50.00 亿元。

跟踪期内，公司职能定位和营业范围未发生变化，仍以济南市西部新城区土地整理、基础设施建设及资产运营为主。截至 2020 年 3 月底，公司本部设办公室、人力资源部、政工部、监察审计部、财务部、法务合约部、规划开发部、建设管理部、工程事业部和企业管理部 10 个职能部门；拥有全资及控股一级子公司 17 家。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 1066.64 亿元，所有者权益合计 318.41 亿元（含少数股东权益 12.84 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 27.84 亿元，利润总额 10.70 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 1049.82 亿元，所有者权益 317.23 亿元（含少数股东权益 12.82 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 0.88 亿元，利润总额-1.18 亿元。

公司注册地址：济南市长清区大学科技园大学路 4366 号。法定代表人：张海平。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2020 年 5 月底，联合资信所评公司存续期内相关债券余额 46.00 亿元。跟踪期内，公司均已按期支付存续债券利息，既往付息情况良好。

截至 2020 年 5 月底，“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”募集资金已使用完毕，均用于偿还公司债务；“18 济西投债/18 济西投”募集资金 33.00 亿元，已全部使用，其中 19.80 亿元用于项目建设（济南西部会展中心项目），13.20 亿元用于补充流动资金。

“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”附发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累计等特点。2019 年，公司上缴国有资本收益 7552.37 万元，根据上述中票发行条款，公司在分红 12 个月内不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息，因此上述债券不会递延支付利息。

济南西部会展中心项目计划工期为 2016 年 7 月至 2021 年 6 月，总投资额 59.41 亿元（含土地费用 11.96 亿元），截至 2020 年 3 月底，该项目已投资金额 39.42 亿元。

表 1　跟踪评级债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
17 济西城投 MTN001	8.00	8.00	2017/06/14	5+N 年
17 济西城投 MTN002	5.00	5.00	2017/08/18	5+N 年
18 济西投债/18 济西投	33.00	33.00	2018/12/18	10（5+5）年
合计	**46.00**	**46.00**	--	--

注：N 为续期数

资料来源：联合资信整理

四、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设主要围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资者。本世纪初，固定资产投资是拉动我国经济增长的重要动力，而仅靠财政资金无法满足基础设施建设需求。在此背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称“城投企业”或“地方政府投融资平台公司”）应运而生。2008 年后，在宽松的平台融资环境及“4 万亿”投资刺激下，城投企业数量快速增加，融资规模快速上升，为城市基础设施建设投资快速增长提供了资金支持。为了防范政府融资平台债务增长可能带来的系统性风险，2010 年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理、规范融资平台债券发行标准、对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014 年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号，以下简称“《43 号文》”）颁布，城投企业的政府融资职能逐渐剥离，城投企业逐步开始规范转型。但是，作为地方基础设施投资建设运营主体，城投企业在未来较长时间内仍将是我国基础设施建设的重要载体。

（2）行业监管与政策

2019 年以来特别是受“新冠”疫情影响，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台的政府融资职能基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度，明确未来基础设施建设投资重点将集中在交通、水利、公共卫生以及新基建等方面并在资金端提供较大力度支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。

根据 2014 年《43 号文》，财政部发布《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》（财预〔2014〕351 号），对 2014 年底地方政府存量债务进行了甄别、清理，并以政府债务置换的方式使城投企业债务与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务以及新增的城投企业债务将主要依靠城投企业自身经营能力偿还。2015 年以来，国家出台了多项政策以进一步加强地方政府债务管理，并建立了以一般债券和专项债券为主的地方政府举债融资机制，要求坚决遏制隐性债务增量，并多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能。2018 年，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定变化和调整，政府及监管部门提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。

2019 年以来，我国经济下行压力持续增大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政府融资职能的基础上，政府持续加大在基础设施领域补短板的力度并在资金端提供较大力度的支持，充分发挥基建逆经济周期调节作用，一定程度上缓解了城投企业的经营及融资压力。具体来看，防范债务风险方面，财政部先后下发财金〔2019〕10 号和财办金〔2019〕40 号文，旨在厘清 PPP 项目投资和地方政府隐性债务的界限，严格遏制以 PPP 名义增加地方政府隐性债务。2019 年 6 月，监管部门下发《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》，指出在不新增隐性债务的前提下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期置换，推动了各地银行、证券、信托、保险等金融机构参与到隐性债务的化解置换中，主要从降低融资成本及拉长债务期限等方面减轻城投企业的偿债压力。值得注意的是，由于信托、融资租赁等非标准化债权（以下简称“非标”）融资用款限制少，可能导致债权债务关系不规范、资金用途不明确等问题，不符合隐性债务置换要求，非标融资规模过大的城投企业在隐性债务置换实务操作中可能存在较大难度。

项目储备方面，2019 年 9 月，国务院印发《交通强国建设纲要》，强调在交通基础设施建设领域补短板，建设现代化高质量综合立体交通网络。2019 年 11 月，中共中央政治局召开的南水北调后续工程工作会议指出，当前扩大有效投资要把水利工程及配套设施建设作为突出重点、推进南水北调后续工程等重大水利项目建设。

资金方面，2019 年 9 月，国务院下发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，指出对“短板”领域的基础设施项目，可适当降低资本金最低比例；对基础设施领域，允许项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金，从而丰富了基建领域的项目资本金来源。

2020 年新冠疫情爆发以来，国家进一步出台各种政策措施，推动传统基建和新基建投资发展。2020 年 3 月，中共中央政治局常务会议指出要加大公共卫生服务、应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度。此外，2019 年 11 月、2020 年 2 月及 2020 年 5 月，财政部先后下达了 2020 年部分新增专项债务限额共计 2.29 万亿元，对基础设施领域补短板形成有效助力。

总体来看，上述有关政策的出台不仅明确了未来基础设施建设投资重点，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时一定程度上缓解了城投企业筹措项目资金的压力，从而进一步改善了城投企业经营和融资环境。

表 2　2019 年以来与城投企业相关的主要政策

颁布时间	颁发部门	文件名称	核心内容及主旨
2019 年 3 月	财政部	关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见	严格规范 PPP 项目合规性，对于规范合规的 PPP 项目，纳入财政支出预算；对于不合规的 PPP 项目，应在限期内进行整改或予以清退
2019 年 4 月	国家发改委	2019 年新型城镇化建设重点任务	在城市群和都市圈构建以轨道交通、高速公路为骨架的多层次快速交通网，推进干线铁路、城际铁路、市域铁路和城市轨道交通的融合发展
2019 年 5 月	财政部	关于梳理 PPP 项目增加地方政府隐性债务情况的通知	坚决遏制假借 PPP 名义增加地方政府隐性债务风险，增加地方政府隐性债务的项目，应当中止实施或转为其他合法合规方式继续实施
2019 年 6 月	中共中央办公厅国务院办公厅	关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知	提出在控制隐性债务的同时，积极的财政政策要加力提效，充分发挥专项债券作用，支持有一定收益但难以商业化合规融资的重大公益性项目；金融机构按商业化原则依法合规保障重大项目合理融资需求；允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金
2019 年 6 月	监管部门	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	在不新增隐性债务的情况下，允许金融机构对隐性债务进行借新还旧或展期
2019 年 9 月	国务院	国务院常务会议	按规定提前下达明年部分专项债额度，确保明年初即可使用见效，扩大专项债使用范围，明确重点领域和禁止领域，不得用于土地储备、房地产、置换债务及可完全商业化运作的产业项目。以省为单位，专项债资金用于项目资本金的规模占该省份专项债规模的比例可为 20%左右
2019 年 11 月	国务院	国务院关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知	对基础设施领域和国家鼓励发展的行业，鼓励项目法人和项目投资方通过发行权益型、股权类金融工具，多渠道规范筹措投资项目资本金。降低部分基础设施项目最低资本金比例，将港口、沿海及内河航运项目资本金最低比例由 25%降至 20%；对补短板的公路、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等方面基础设施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控前提下，可适当降低资本金最低比例，下调幅度不超过 5 个百分点

2020 年 1 月	国务院	常务会议	大力发展先进制造业，出台信息网络等新型基础设施投资支持政策，推进智能、绿色制造
2020 年 2 月	中共中央、国务院	关于抓好“三农”领域重点工作确保如期实现全面小康的意见	加强现代农业基础设施建设，抓紧启动和开工一批重大水利工程和配套设施建设，加快开展南水北调后续工程前期工作，适时推进工程建设
2020 年 2 月	中央全面深化改革委员会	中央全面深化改革委员会第十二次会议	基础设施是经济社会发展的重要支撑，要以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系
2020 年 3 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	要加大公共卫生服务，应急物资保障领域投入，加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度

资料来源：联合资信整理

（3）行业发展

城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。受城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化影响，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

目前，我国的基础设施建设尚不完善，城镇化率仍处于较低水平，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题，基础设施建设仍是我国经济社会发展的重要支撑。未来，我国将以整体优化、协同融合为导向，统筹存量和增量、传统和新型基础设施发展，打造集约高效、经济适用、职能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。目前，中央已经提出要加快 5G 网络、数据中心等新型基础设施建设进度，2020 年将继续推进棚户区改造、新型城镇化建设、地下综合管廊建设，并在城镇老旧小区改造等方面进行较大规模投资。城投企业作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间，评级展望为稳定。

同时，在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、城投企业债务与地方政府性债务分离使得城投企业与地方政府信用的关联性进一步弱化，部分地区城投企业逐渐暴露出一定风险，如城投企业非标逾期等。2020 年为“资管新规”过渡的最后一年，城投企业非标产品接续难度增加，“非标转标”压力增加。未来非标融资占比高、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域经济实力

跟踪期内，济南市经济保持较快增长，整体经济实力居山东省前列。公司外部发展环境良好。

2019 年初，国务院批复同意撤销莱芜市，设立济南市莱芜区和济南市钢城区，分别以原莱芜市莱城区和钢城区的行政区域为行政区域；受此影响，济南市 2019 年地区生产总值大幅增长。2019 年，济南市地区生产总值为 9443.37 亿元，同口径比上年增长 7.0%；其中，第一产业增加值 343.06 亿元，同比增长 1.3%；第二产业增加值 3265.22 亿元，同比增长 7.8%；第三产业增加值 5835.09 亿元，同比增长 7.0%，三次产业构成为 3.6：34.6：61.8。人均地区生产总值为 10.64 万元，同比增长 5.7%。

2019 年，济南市固定资产投资同比增速为 12.6%。分产业看，第一产业投资同比下降 49.6%，第二产业投资同比下降 23.5%，第三产业投资同比增长 22.6%。房地产投资方面，2019 年，房地产开发完成投资 1576.9 亿元，同比增长 9.7%；其中，住宅完成投资 1135.7 亿元，同比增长 15.8%。房屋施工面积 9980.0 万平方米，同比增长 3.2%。房屋竣工面积 1070.0 万平方米，同比下降 17.9%。商品房销售面积 1246.5 万平方米，同比下降 7.5%。商品房销售额 1380.8 亿元，同比下降 10.7%。

从 2019 年经济数据看，济南市 GDP 水平及 GDP 增速均位于山东省各地级市前列，经济实力强。

表 3　2019 年山东省各地级市经济情况

（单位：亿元、%、万元）

地级市	GDP	GDP 增速	城镇居民人均可支配收入
青岛市	11741.31	6.50	5.45
济南市	**9443.37**	**7.00**	**5.19**
烟台市	7653.45	5.50	4.80
潍坊市	5688.50	3.70	4.17
临沂市	4600.25	3.00	3.79
济宁市	4370.17	3.80	--
淄博市	3642.40	3.50	4.52
菏泽市	3409.98	6.30	2.83
德州市	3022.27	6.10	2.85
威海市	2963.73	3.60	4.90
东营市	2916.19	4.20	5.11
泰安市	2663.60	6.30	3.77
滨州市	2457.19	4.10	3.74
聊城市	2259.82	3.70	2.92
日照市	1949.38	7.20	3.57
枣庄市	1693.91	3.60	3.40

资料来源：根据各地级市统计公报整理

五、基础素质分析

1．股权状况

跟踪期内，公司股东未发生变化，仍为建设集团，公司实际控制人仍为济南市人民政府。

2．外部支持

跟踪期内，济南市一般公共预算收入持续增长，财政自给能力尚可。公司作为西部新城区投资及建设的核心主体，在土地出让金返还和财政补贴方面持续获得外部支持。

2019 年，济南市一般公共预算收入为 874.2 亿元，同比增长 7.2%。其中，济南市税收收入占一般公共预算收入比重为 80.08%，一般公共预算收入质量较高。同期，济南市一般公共预算支出为 1197.30 亿元，财政自给率为 73.01%，济南市财政自给能力尚可。

公司作为西部新城区投资及建设的核心主体，在土地出让返还和财政补贴方面持续获得外部支持。

土地出让金收益返还方面，2015 年 5 月 8 日，济南市下发《济南市人民政府办公厅关于进一步完善市级国有土地出让收支管理政策的通知》（济政办发〔2015〕8 号），通知对土地整理收益分配进行调整，“未来市级与各投资融资平台按照市级国有土地出让收入的 2:8 比例分成”。

2019 年，公司获得土地出让金返还为 267.20 万元。同时，济南市政府将以前年度留存市级政府的 20%的土地出让收入返还 9.90 亿元给公司。

财政补贴方面，2019 年，公司获得政府补贴 0.07 亿元。

3．企业信用记录

公司过往债务履约情况良好，未发现公司其他不良信贷记录。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G9937011300585450E），截至 2020 年 6 月 1 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2020 年 6 月 1 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员发生变化，均为正常变动，未对公司经营造成重大影响。

2020 年 2 月，公司董事及总经理因正常内部工作安排调动发生变化。李培杰不再担任公司法定代表人、董事长职务；史海成不再担任公司总经理、董事职务；段辉文不再担任公司董事职务；郝艳艳不再担任公司董事职务。

张海平任公司法定代表人、董事长；李培

杰任公司总经理、董事；安玉坤、史海成、许为民、徐文东、林华任公司副总经理、董事；范天云任公司总会计师、董事。

张海平先生，曾任济南市西区投融资管理中心工程处处长，济南市西区投融资管理中心（市西区建设投资有限责任公司）副主任（副经理）、党委委员，公司副总经理、董事、党委委员，济南文旅发展集团有限公司党委副书记，建设集团董事长、党委书记。现任公司法人代表、董事长。

跟踪期内，公司高管人员变动未对公司经营造成重大影响，公司法人治理结构和主要管理制度未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，受土地整理熟化和售房业务收入和毛利率变动较大的影响，公司主营业务收入快速下降，毛利率快速增长。

2019年，公司主营业务收入受土地整理及售房收入下降影响快速下降，为23.57亿元。其中土地整理收入同比大幅下降69.00%至9.93亿元，在主营业务收入中占比由上年的65.37%下降至42.13%。2019年，公司售房收入同比下降26.48%至9.69亿元。

毛利率方面，2019年，受土地整理熟化及房地产业务毛利率快速提升影响公司主营业务毛利率大幅增长，为50.62%。其中，土地整理熟化业务和售房业务毛利率分别为99.70%和14.34%。

2020年1—3月，公司实现营业收入0.88亿元，相当于2019年营业收入的3.16%，公司未提供2020年一季度收入明细。

表 4　公司主营业务收入及毛利率变动情况　（单位：亿元、%）

项　　目	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理熟化收入	32.03	65.37	40.24	9.93	42.13	99.70
工程施工收入	0.25	0.50	40.52	0.58	2.46	12.07
售房收入	13.18	26.90	8.95	9.69	41.11	14.34
油品收入	1.41	2.87	20.74	1.67	7.09	25.15
租赁及物业费收入	0.65	1.32	3.76	0.75	3.18	6.67
其他收入	1.48	3.03	9.38	0.95	4.03	10.53
合计	**48.99**	**100.00**	**29.85**	**23.57**	**100.00**	**50.62**

注：上表各板块收入及成本合计数误差系四舍五入所致
资料来源：公司财务报告及公司提供

2. 业务经营分析

跟踪期内，公司土地整理熟化板块业务模式未发生变化，2019年受房地产市场行情和政策因素影响土地出让面积大幅下降。目前公司待整理土地面积较大，业务持续性良好。

公司受济南市国土资源局委托，负责西部新城区建设项目范围内涉及的国有土地整理、熟化和开发工作。

2015年5月8日，济南市下发《济南市人民政府办公厅关于进一步完善市级国有土地出让收支管理政策的通知》（济政办发〔2015〕8号），通知对土地整理收益分配进行调整，“未来市级与各投资融资平台按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成”。

公司目前土地整理熟化业务经营模式为：公司将西部新城区重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由济南市国土资源局通过济南市土地储备交易中心公开招、拍、挂等方式出让，所得收入上缴济南市财政局，市财政局根据市场情况将出让价款返还给公司用于平衡公司前期投入。

从土地回款周期来看，根据《济南市人民政府办公厅关于保持房地产市场持续平稳健康发展的通知》（济政办发〔2016〕25号），对

于土地出让起始价不超过3亿元（含）的，土地竞得人应在出让合同签订之日起30日内全部缴清土地出让价款；对于土地出让起始价超过3亿元且溢价率不超过50%（含）的，土地竞得人应在出让合同签订之日起30日内缴清土地出让起始价款的50%及全部溢价部分，剩余价款应在出让合同签订之日起90日内缴清；溢价率超过50%的，土地出让价款应在出让合同签订之日起30日内全部缴清。凡溢价率超过100%的，土地出让价款应在出让合同签订之日起15日内全部缴清。济南市财政局根据收到土地出让款进度核算成本及收益，然后按照规定比例将土地成本及收益分开返还至公司，整个回款周期基本在1年以内。

公司测算的土地成本包括研究、策划、设计等前期费用，拆迁补偿款和过渡安置费等土地征收费用，道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、土地平整等配套工程费用，资金成本和其他费用。土地熟化阶段，配套工程费用和资金成本计入“在建工程”科目，其他成本计入“存货-土地熟化成本”。

公司按照济南市国土资源局与土地竞得人签订成交确认书的时间（可能较土地实际出让时间有所滞后）作为确认土地整理熟化收入时间。按照应收济南市财政局返还的土地出让收入确认为土地整理熟化收入，返还的土地成本扣除配套工程费用确认为主营业务成本，相应将“存货-土地熟化成本”结转至“主营业务成本”。“在建工程”中配套工程费用将部分转入“存货-土地熟化成本”，部分转入“固定资产”，其中政府出资部分依据相关政策转入资本公积。

近年来，公司出让土地主要集中在西客站片区和大学科技园片区。出让规模和收入受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大，具体出让情况见表6。2019年受房地产市场行情和政策因素影响，土地出让规模大幅下降，当年仅出让4.77亩土地。

受土地出让规模大幅下降的影响，2019年，公司土地出让收入333.00万元，但是确认土地整理收入9.93亿元主要系政府当年将本应留存市级政府的20%的土地出让收入返还部分给公司，因此当年土地整理业务毛利率很高为99.70%。该部分土地出让收入返还没有明确标准，统一按照市级政府安排执行。

截至 2019 年底，公司已无应收济南市财政局土地出让返还款。公司剩余待整理可出让土地约 5505.23 亩，其中大学科技园片区 3369 亩，西客站片区 2136.23 亩。参照目前市场土地价格，公司未来几年土地开发收入较为充裕。较大规模的整理范围为公司未来收入形成一定支撑。

表 5　2017—2019 年公司土地出让情况（单位：亩、万元）

年份	出让面积	政府出让收入	公司回款
2017 年	300.36	284800.00	13071.00
2018 年	565.00	356581.00	519900.00
2019 年	4.77	333.00	267.20

注：“公司回款”是指公司当年从财政部门收到的土地返还款
资料来源：公司提供

公司资产运营业务经营较为稳健；随着济南市政府逐步整合西部新城区域内国有经营性资产，并授予公司相关经营权，公司未来经营性业务收入有望得到进一步拓展。

公司资产运营板块主要包括：油品业务、租赁及物业、餐饮业务、园博园（含主展馆、科技馆、世博山东馆、园博园改造提升等）、济西湿地、西城大厦（东广场南综合体）等资产项目的运营。

（a）油品业务

公司与中国石油化工股份有限公司共同投资成立济南西城石化有限公司（以下简称“石

化公司”）负责公司的油品业务，公司出资 1530 万元，占石化公司 51%的股份：截至 2020 年 3 月底，石化公司账面资产总额 8584.82 万元，净资产 6011.19 万元，在营加油站 8 座（其中自投 4 座，投资额 2160.37 万元），在建 2 座，投资额 806.03 万元。

2019 年，公司油品收入小幅增长至 1.67 亿元，毛利率受成本及油价变动差额影响有所增长。

（b）租赁及物业管理

截至 2020 年 3 月底，公司运营资产主要包括数娱广场、紫薇阁、西客站场站一体化综合体、大剧院、三馆、园博园度假酒店等 42 个项目，资产面积约 224.63 万平方米（体现在“固定资产”）。其中，可经营面积 131.6 万平方米（包括房建类经营性资产 89.88 万平方米，停车场 41.72 万平方米），非可经营房建资产面积 93.03 万平方米（为社会或资产本身提供服务为主要目的，不能带来经营收益，并需要集团承担一定的维护管理费用的资产，包括但不限于具备社会服务职能的公益配套设施和配套用房产等）。

公司租赁及物业费收入规模较小，对收入贡献有限。2019 年，公司租赁及物业费收入 0.75 亿元，毛利率 6.67%。

除上述业务外，公司资产运营业务收入还包括餐饮、济南园博园、济南名仕学府酒店的客房、餐饮收入、济西湿地、会展中心等资产的运营收入等；目前该部分收入规模较小。

跟踪期内，公司房地产开发业务受项目进展影响收入有所下降；较大规模的在建项目有望对未来收入形成支撑。

公司房地产开发业务为公司自营业务，经营主体主要为公司本部（具有房地产开发二级资质）以及全资子公司济南西城置业有限公司（房地产开发二级资质）。

截至 2020 年 3 月底，公司已完工房地产项目中除印象济南项目（位于济南市槐荫区）因平台整合、可销售区域及价格尚未确定等原因回款进度偏慢（总投资 23.97 亿元，已回款 2.60 亿元）以外，其余项目均基本销售完毕。

2019 年，公司售房收入 9.69 亿元，同比下降 26.48%，毛利率为 14.34%。2019 年公司售房收入有所下降主要系当年项目达到交房条件的较少。

表 6　截至 2020 年 3 月底公司主要在建房地产项目投资、销售明细（单位：万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	总投资额（预估）	已投资额	总可售面积	已销售面积	已销售额
总部基地项目	商业	42.15	17.15	10.76	6.80	7.17
济水别院	【】	14.93	10.48	15.54	13.15	13.33
天风云墅	住宅	26.12	9.23	37.09	6.4	6.95
济水上苑（北区）	住宅	25.00	24.9	74.58	27.96	29.12
济水学苑一期	住宅	17.47	9.21	--	--	--
善能大厦 A 座	商业	5.98	5.44	5.16	0.74	0.77
善能大厦 B 座	商业	9.05	7.16	--	--	--
柏然公馆	商业	5.84	3.59	5.15	0.18	0.18
总部基地项目	商业	42.15	17.15	10.76	6.80	7.17
合计	--	**188.69**	**104.31**	--	--	--

注：部分项目总可售面积尚未明确
资料来源：公司提供

公司目前在建房地产项目主要有总部基地项目、济水别院和济水上苑等项目，计划投资总额 188.69 亿元，项目均计划通过房屋出售实现资金平衡。另外，截至 2020 年 3 月底，公司房地产板块目前拥有储备土地 145.34 万平方米，共支付土地出让金 83.09 亿元（均体现在存货中，受限规模 57.36 亿元），主要集中于济南市西客站等片区，暂无开发计划。

公司作为济南西部新城区基础设施项目的建设主体，跟踪期内，公司对承接项目持续

投入；公司投资规模大，未来资金支出压力较大。

公司目前主要在建项目基本通过土地资源开发产生的收入进行资金平衡，包括西客站片区道路及绿化工程、安置房、济西湿地公园等。

截至2019年底，上述项目已完成投入262.62亿元（主要计入“在建工程”），公司未来资本支出压力较大，但未来可预见获得的土地出让返还为工程建设投入提供了保障。

公司在建项目中安置房、市政道路、综合治理等竣工决算后转入“存货-土地熟化成本”，随土地出让一起结转成本；其他自营项目竣工结算后转入“固定资产”。

表7　截至2019年底公司主要在建基础设施项目情况

（单位：亿元）

在建项目	预计总投资金额	已投入金额	资金来源
西客站市政道路	87.50	45.68	自筹
西客站安置三区	35.75	53.60	自筹
西客站站区配套设施	17.48	15.36	自筹
济西湿地	13.98	31.56	自筹
会展中心（其中包含“18济西投债/18济西投”募投项目）	74.08	37.89	自筹
西客站安置一区	11.99	18.57	自筹
大学科技园安置房三期	23.93	15.63	自筹
腊山河综合治理	15.00	9.15	自筹
大庙屯棚户区改造	5.19	7.42	自筹
西客站安置二区	30.90	5.27	自筹
东彩石安置房	5.81	6.03	自筹
西城健康养老中心	7.42	5.91	自筹
首农项目	0.70	1.14	自筹
三馆二期	27.99	9.41	自筹
合计	**357.72**	**262.62**	--

注：部分项目已投资额超过总投资额主要系已投资额中包含土地款所致

资料来源：公司提供

金融板块收入对公司收益形成补充。跟踪期内，公司金融业务投资持股比例未发生重大变化，投资收益规模有所增长。

近年来，公司金融投资板块组建成立了投资公司、基金公司、担保公司，正在积极筹建融资租赁公司，参股了齐鲁银行、中泰证券、市农商行等金融机构（其中，齐鲁银行股权占比8.17%；中泰证券股权占比3.855%，为第五大股东；济南财金投资有限公司股权占比9.66%，为第四大股东；山东省清算交易所有限公司股权占比20%，为第二大股东），初步奠定了公司在山东资本市场的地位。该投资板块更多是以投资收益形式于每年年底集中核算，并体现在公司利润表中，2019年为0.18亿元，同比增加0.09亿元。

另外，公司营业收入中还包括酒店收入、委托合作经营收入、大宗贸易收入等，规模较小。

八、财务分析

公司提供了2019年财务报告，中天运会计事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2019年，公司新增一级子公司济南玉符河建设管理有限公司（以下简称“玉符河公司”），注销一级子公司济南西投城镇化建设投资有限公司（以下简称“西投城镇化公司”）；2020年1季度，公司合并范围子公司未发生变化。截至2020年3月底，公司纳入合并范围一级子公司共17家。合并范围变化对公司数据可比性影响较小。

1. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，构成以存货、固定资产和在建工程等为主。存货主要为项目开发成本及土地整理成本，公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至2019年底，公司资产总额1066.64亿元，较上年底增长9.06%，主要系存货及在建工程等科目的增长所致。同期，公司流动资产与非流动资产占比分别为48.21%与51.79%。

表8 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	51.59	5.27	58.44	5.48	36.34	3.46
应收账款	3.03	0.31	3.51	0.33	3.48	0.33
其他应收款	39.60	4.05	37.38	3.50	28.01	2.67
存货	353.44	36.14	394.76	37.01	410.01	39.06
流动资产	**468.68**	**47.92**	**514.22**	**48.21**	**491.50**	**46.82**
固定资产	104.32	10.67	115.36	10.82	115.27	10.98
长期股权投资	30.92	3.16	31.95	3.00	31.89	3.04
其他非流动资产	57.16	5.84	28.37	2.66	27.97	2.66
在建工程	252.04	25.77	308.85	28.96	312.32	29.75
非流动资产	**509.35**	**52.08**	**552.42**	**51.79**	**558.32**	**53.18**
资产总额	**978.04**	**100.00**	**1066.64**	**100.00**	**1049.82**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

截至2019年底，公司流动资产合计514.22亿元，较上年底增长9.72%；主要由货币资金、其他应收款和存货构成。截至2019年底，公司货币资金为58.44亿元，主要为银行存款。其中，受限货币资金为5.23亿元，主要为预售监管资金、劳务工资保障金及保证金存款等。截至2019年底，公司应收账款为3.51亿元，规模较小，较上年底变化不大，其中已无应收济南市财政局土地返还款。公司存货为394.76亿元，较上年底增长11.69%，主要系开发成本和库存商品增长所致。同期，存货主要由库存商品（37.30亿元，主要包括自摘地及未售房产）、开发成本（237.25亿元）和土地熟化成本（119.97亿元）构成。2019年，公司未计提跌价准备。截至2019年底，公司已设置抵押土地面积为46.17万平方米，账面价值28.30亿元。总体看，公司存货的变现能力较弱。

截至2019年底，公司其他应收款为37.38亿元，较上年底下降5.62%，主要系往来款下降所致。从账龄看，1年以内的占4.18%，1~2年的占48.94%，2~3年的占28.39%，3年以上的占18.49%，部分其他应收款账龄较长。其中，前五名单位欠款金额合计为11.49亿元，占公司其他应收款总额的30.73%，集中度一般。

表9 截至2019年底公司其他应收款前五名单位情况

（单位：万元、%）

单位名称	期末余额	占比
济南市长清区大学园区建设指挥部	62411.22	16.70
千佛山大厦援建款	21694.35	5.80
济南热电有限公司	16550.00	4.43
山东地平置业有限公司	7201.98	1.93
济南市槐荫区张庄街道办事处	7000.00	1.87
合计	**114857.55**	**30.73**

资料来源：公司提供

截至2019年底，公司其他流动资产为14.27亿元，较上年底下降4.98%。其中，预缴税款及待抵扣进项税为14.27亿元，占比高。

截至2019年底，公司非流动资产为552.42亿元，较上年底增长8.46%，主要系固定资产和在建工程等增长所致。非流动资产构成以固定资产和在建工程为主。截至2019年底，公司长期股权投资为31.95亿元，较上年底变化不大，均为对联营合营企业投资款；其中，对济南金科西城房地产开发有限公司投资5.62亿元，济南恒大西区置业有限公司投资12.95亿元（其中2019年权益法下确认投资收益5.11亿元）。公司固定资产为115.36亿元，较上年底增长10.59%，主要系房屋建筑物增加所致。公司在建工程为308.85亿元，较上年底增长

22.54%，主要系公司增加对玉符河综合整治工程、会展中心项目、西客站片区安置区、西客站片区市政道路及三馆二期等项目投入所致。公司在建工程规模很大，未来可预见获得的土地出让返还为工程建设投入提供了保障。截至2019年底，公司其他非流动资产为28.37亿元，较上年底下降50.37%，主要系公司预付购房款转列“固定资产”科目，同时预付投资款与长期应付款对冲所致。其中，预付土地款16.08亿元，预付购房款8.40亿元，预付项目款3.27亿元。

截至2019年底，公司受限资产108.31亿元，其中抵押的存货57.36亿元，抵押的投资性房地产10.85亿元，抵押的在建工程40.10亿元。受限资产占资产总额的10.15%，受限比例一般。

截至2020年3月底，公司资产总额1049.82亿元，较上年底小幅下降1.58%，主要系货币资金下降所致。其中流动资产占比46.82%，非流动资产占比53.18%。其中，公司货币资金36.34亿元，较上年底下降37.81%；其他流动资产较上年底大幅减少10.60亿元至3.68亿元，主要系预缴税款及待抵扣进项税额未重分类至该科目所致。其他主要科目较上年底变化均不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益规模基本保持稳定。公司未分配利润、其他权益工具和少数股东权益合计数占比较高，权益稳定性一般。

截至2019年底，公司所有者权益为318.41亿元，较上年底变化不大。其中，实收资本仍为50.00亿元。公司其他权益工具仍为13.00亿元，系公司2017年发行的两期永续中票(“17济西城投MTN001”和“17济西城投MTN002”)。公司资本公积为138.40亿元，较上年底增长9.38%，主要系公司将玉符河公司纳入合并范围所致。公司未分配利润为96.41亿元，较上年底增长9.52%，主要为利润留存。

截至2020年3月底，公司所有者权益317.23亿元，较上年底基本保持稳定。

表10 公司主要所有者权益构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
实收资本	50.00	15.78	50.00	15.70	50.00	15.76
其他权益工具（永续债）	13.00	4.10	13.00	4.08	13.00	4.10
资本公积	126.53	39.92	138.40	43.47	138.40	43.63
未分配利润	88.03	27.78	96.41	30.28	95.25	30.03
少数股东权益	33.06	10.43	12.84	4.03	12.82	4.04
所有者权益	**316.93**	**100.00**	**318.41**	**100.00**	**317.23**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

跟踪期内，公司负债规模波动增长，负债结构以非流动负债为主。公司有息债务规模保持增长，其中短期债务规模快速增长且占比持续提高。目前公司整体债务负担重，且2020年面临一定集中偿付压力。

截至2019年底，公司负债合计748.23亿元，较上年底增长13.18%。负债结构方面，公司负债以非流动负债为主，占比为68.69%。

表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018年		2019年		2020年3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
应付账款	18.25	2.76	14.11	1.89	12.72	1.74

预收款项	54.97	8.31	70.71	9.45	72.52	9.90
其他应付款	12.52	1.89	59.93	8.01	58.90	8.04
一年内到期的非流动负债	49.60	7.50	68.96	9.22	97.36	13.29
流动负债	**139.09**	**21.04**	**234.31**	**31.32**	**234.14**	**31.96**
长期借款	117.48	17.77	130.43	17.43	118.01	16.11
应付债券	136.11	20.59	118.81	15.88	149.10	20.35
长期应付款	261.64	39.58	257.31	34.39	231.05	31.54
非流动负债	**522.02**	**78.96**	**513.93**	**68.69**	**498.44**	**68.04**
负债总额	**661.11**	**100.00**	**748.23**	**100.00**	**732.58**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2019 年底，公司流动负债为 234.31 亿元，较上年底增长 68.46%，主要系预收账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。

截至 2019 年底，公司短期借款 9.90 亿元，较上年底大幅增加 9.60 亿元。构成上，保证借款为 8.10 亿元，信用借款为 1.80 亿元。公司应付账款为 14.11 亿元，较上年底下降 22.71%，主要为应付西客站片区开发、棚户区改造等项目款。公司预收款项为 70.71 亿元，较上年底增长 28.64%，主要系新增预收房款所致。公司其他应付款为 59.93 亿元，较上年底大幅增加 47.41 亿元，主要系新增与建设集团往来款所致。截至 2019 年底，公司应付建设集团往来款 43.34 亿元，占比 72.32%。公司一年内到期的非流动负债 68.96 亿元；其中，一年内到期的长期借款 20.75 亿元，一年内到期的长期应付款 18.24 亿元、一年内到期的应付债券 29.97 亿元。同期，公司其他流动负债为 7.00 亿元，主要系公司发行“19 济西城投 CP001”募集资金 6.99 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债为 513.93 亿元，主要由长期借款、应付债券及长期应付款构成。其中，公司长期借款 130.43 亿元，较上年底增长 11.02%；其中，质押借款 20.30 亿元，抵押借款 36.63 亿元，保证借款 73.50 亿元。公司应付债券为 118.81 亿元，较上年底下降 12.71%，主要系偿还债券所致。2019 年，公司发行“19 济西 01”“19 济西 02”“19 济西 03”和“19 鲁西城投 ZR”共募集资金 53.00 亿元。公司长期应付款 257.31 亿元，较上年底下降 1.66%。公司长期应付款主要由政府置换债券和融资租赁款构成，为有息债务。

将其他流动负债中的有息债务纳入调整后的短期债务核算、长期应付款中有息债务纳入调整后长期债务核算，2019 年底，公司调整后全部债务为 592.79 亿元，较上年底增长 4.80%。其中，公司调整后长期债务和调整后短期债务占比分别为 85.45%和 14.55%，公司债务以长期债务为主，但短期债务规模快速增长，且在全部债务中的占比持续提高。以 2019 年底财务数据测算，2020－2023 年，公司分别需要偿还有息债务 91.78 亿元、67.64 亿元、91.50 亿元和 19.51 亿元，公司 2020 年面临一定集中偿付压力。

截至 2019 年底，公司资产负债率较上年底有所增长，调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率保持相对稳定，上述指标分别为 70.15%、65.06%和 61.40%。考虑到公司发行的共计 13.00 亿元的永续中票计入其他权益工具，公司实际债务水平高于上述指标值。公司债务负担重。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 732.58 亿元，较上年底小幅下降 3.01%。其中，短期借款较上年底大幅下降 80.85%至 1.90 亿元。一年内到期的非流动负债 97.36 亿元，较上年底增长 41.19%。其他流动负债下降至 0 主要系“19 济西城投 CP001”已到期偿还。

截至 2020 年 3 月底，公司调整后全部债务 597.43 亿元，较上年底基本保持稳定。其中，

短期债务增长 15.11%至 99.26 亿元，调整后长期债务下降 1.66%至 498.17 亿元。公司资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率较上年底基本保持稳定，分别为 69.78%、65.32%和 61.09%，整体债务负担重。

4. 盈利能力

受土地出让规模及售房收入大幅下降影响，2019 年公司营业收入快速下降。公司投资收益对利润总额贡献较大，整体盈利状况尚可。

公司营业收入主要来自土地整理熟化收入、售房收入、油品收入、租赁及物业费收入和其他收入。受土地整理熟化收入和售房收入大幅下降影响，2019年，公司实现营业收入27.84亿元，同比下降43.68%；同期，公司营业利润率为39.75%，较上年提高12.12个百分点，主要当年土地整理熟化业务毛利率大幅提升所致。

2019年，公司期间费用为7.26亿元，同比下降22.14%。其中，公司财务费用同比显著下降3.05亿元至2.73亿元，主要系当年利息资本化规模较大所致。2019年，公司期间费用率为26.08%，期间费用控制能力较弱。2019年，公司投资收益同比增加2.63亿元至6.61亿元，主要为权益法核算的长期股权投资收益。当期，公司实现利润总额10.68亿元，公司投资收益对利润总额的贡献较大。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率均呈现下降趋势，分别为39.75%、3.33%和2.10%，公司盈利状况尚可。

2020年1—3月，公司实现营业收入0.88亿元，实现营业利润率为13.12%，利润总额-1.18亿元。

5. 现金流分析

2019 年受土地出让大幅下降影响，公司经营活动现金流入较上年大幅下降，收入实现质量仍很好。公司筹资活动前净现金流表现为大幅净流出，对外部融资依赖度高。

经营活动方面，公司经营活动现金流主要由经营业务收支及往来（拆借）款流入/出构成，现金流波动幅度较大。2019 年，公司经营活动现金流入量大幅下降 54.56%至 56.47 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金随收入快速下降而下降 56.11%至 45.77 亿元，现金收入比 164.41%，较上年下降 46.58 个百分点，收现质量仍很好。当年，公司经营活动现金流出受购买商品、接受劳务支付的现金影响快速下降，为 61.17 亿元。公司经营活动现金流量净额为-4.69 亿元。

投资活动方面，2019 年，公司投资活动现金流入较上年下降 47.58%至 25.77 亿元，主要为公司理财产品到期收回的投资款。投资活动现金流出 48.54 亿元，其中购建固定资产、无形资产支出的现金 32.23 亿元，支付其他与投资活动有关的现金为 11.02 亿元，主要为公司购买理财产品支付的现金。当年，公司投资活动现金流量净额为-22.77 亿元。

2019 年，公司筹资活动前现金流量净额为-27.47 亿元，公司外部融资需求大。筹资活动方面，2019 年，公司取得借款收到的现金 149.33 亿元，收到其他与筹资活动有关的现金大幅增长至 47.85 亿元，主要为取得的建设集团借款。同期，公司筹资活动现金流出以偿还债务及分配股利、利润或偿付利息支付的现金为主；2019 年，公司支付其他与筹资活动有关的现金为 27.24 亿元，主要为公司偿还建设集团借款及提前偿还股权投资款。当年，公司筹资活动现金流量净额为 25.55 亿元。

2020 年 1—3 月，公司经营活动净现金流为-2.50 亿元；投资活动净现金流为-10.22 亿元；筹资活动现金流入 26.02 亿元，其中取得借款收到的现金 25.90 亿元。偿还债务支付的现金 27.50 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2020 年 1—3 月，公司筹资活动

现金净流量为-9.38 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力较弱，长期偿债能力一般。考虑到公司未来可获得的土地出让收益返还规模较大，且持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2019 年底，公司流动比率及速动比率较上年底有所下降，分别为 219.47%和 50.98%。2020 年 3 月底公司流动比率及速动比率较上年底进一步下降至 209.92%和 34.80%。2019 年，公司经营现金流动负债比为-2.00%，经营活动现金流净额对流动负债无保障能力。2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产对调整后短期债务的保障倍数分别为 0.68 倍和 0.37 倍，现金类资产对短期债务保障能力弱。总体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 较上年下降 0.92 亿元至 15.92 亿元。EBITDA 构成上，2019 年，公司利润总额 10.68 亿元、费用化利息支出 2.96 亿元，折旧 1.63 亿元，EBITDA 质量尚可。2019 年，公司调整后全部债务/EBITDA 较上年有所增长，为 37.23 倍。公司长期偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得国内各家银行授信额度 262.05 亿元，已使用 209.95 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额 14.60 亿元，担保比率为 4.60%；担保对象为济南滨河新区建设投资集团有限公司（建设集团控股子公司）和济南市城市建设投资有限公司（建设集团孙公司），上述企业均为国企，目前经营正常。总体看，公司或有负债风险相对可控。

考虑到公司存量土地规模较大，未来可获得较大收益，且公司持续获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

公司各项业务主要由母公司承担，资产、负债等主要体现在母公司账面；子公司整体经营处于亏损状态。

母公司财务方面，截至2019年底，母公司资产规模为917.06亿元，较上年底增长7.34%，主要系在建工程增长所致。母公司资产结构方面，2019年底，流动资产占45.72%、非流动资产占54.28%。母公司资产总额占合并报表资产总额的85.98%。

截至2019年底，母公司权益规模为305.91亿元，较上年底增长6.18%，主要系未分配利润增长所致。母公司所有者权益主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成。

截至2019年底，母公司负债规模为611.15亿元，较上年底增长7.93%。负债结构上，非流动负债占73.20%，以非流动负债为主。

2019 年，母公司营业收入为 20.62 亿元，同比下降 50.75%，母公司营业收入占合并报表的比重较高。同期，母公司利润总额为 14.57 亿元，高于合并范围利润总额，子公司整体处于亏损状态。

截至 2020 年 3 月底，母公司资产规模 938.24 亿元，所有者权益 305.42 亿元。2020 年 1—3 月，母公司实现营业收入 0.28 亿元，利润总额-0.48 亿元。

九、存续债券偿债能力分析

截至2020年5月底，公司存续债券余额超过140亿元，未来存在一定集中兑付压力。

截至2020年5月底，公司存续债券尚需偿还债务规模142.39亿元（其中3.00亿美元境外债按汇率1美元=7.13人民币计算）。其中，一年内无待偿还债券，2023年将达到存续债券待偿本金峰值58.00亿元（假设“18济西投债/18济西投”于存续期第5年末投资者选择回售）。截至2019年底，公司现金类资产58.44亿元；2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动

现金流量净额和EBITDA分别为56.47亿元、-4.69亿元和15.92亿元。公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对集中兑付债券金额保障能力具体情况如下表：

表12　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2019 年
一年内到期债券余额	0.00
未来待偿债券本金峰值	58.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	0.97
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-0.08
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.27

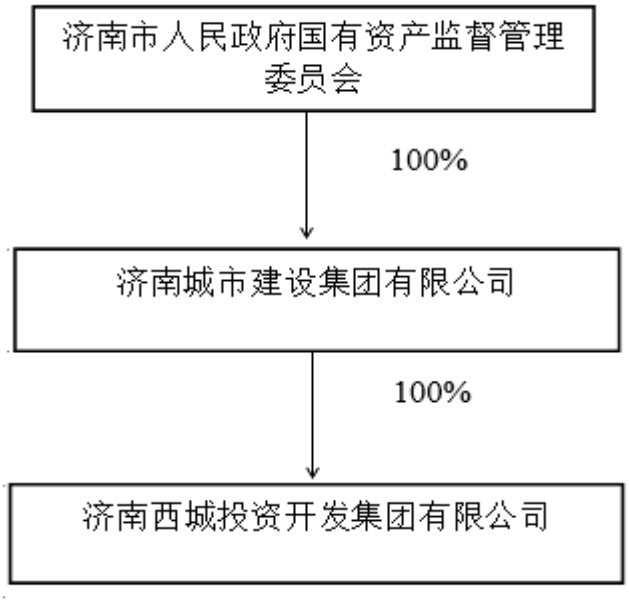
资料来源：联合资信整理

受2019年土地出让大幅下降影响，当年公司经营活动现金流入规模较上年大幅下降，对未来待偿债券本金峰值保障程度一般；经营活动现金流量净额为负，对待偿债券本金峰值没有保障能力；EBITDA对其保障程度弱。考虑到公司存续债券待偿本金峰值高，且经营活动现金流入受政府支付土地出让返还款进度影响大，具有不稳定性，实际保障程度可能达不到预期。

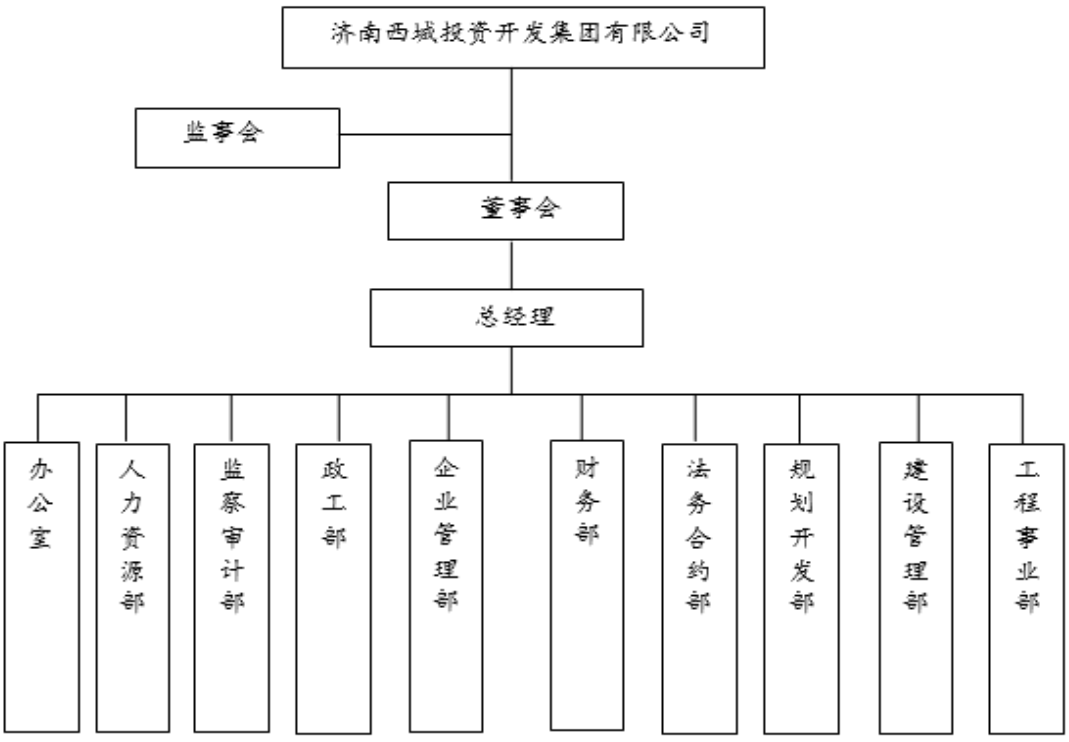
十、结论

综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 济西城投 MTN001”“17 济西城投 MTN002”和“18 济西投债/18 济西投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年 3 月底济南西城股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织结构图



附件 1-3 截至 2020 年 3 月底济南西城子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例（%）	取得方式
山东西进城市发展咨询有限公司	城市规划咨询服务；设计管理与咨询服务；房地产管理与咨询服务等	100.00	投资设立
山东西进融资担保有限公司	贷款担保，票据承兑担保，贸易融资担保，项目融资担保	100.00	非同一控制下企业合并
济南西投城镇化建设投资有限公司	城市建设与开发投资；实业投资；房地产经营	51.00	投资设立
济南西区建设工程项目管理有限公司	建设工程项目管理，工程招标代理、工程监理、工程造价咨询	100.00	投资设立
济南西客站交通运输有限公司	客运站（场）经营	65.00	投资设立
济南西城资产管理有限公司	停车场管理；物业管理；房屋修缮、卫生保洁、园林绿化；工程项目管理等	100.00	投资设立
济南西城置业有限公司	房地产开发与经营；房地产营销策划等	100.00	投资设立
济南西城投资发展有限公司	企业以自有资产对外投资；投资信息咨询；股权投资及管理等	100.00	投资设立
济南西城石化有限公司	润滑油、润滑脂、化工产品、针纺织品、日用百货、汽车用品及饰品等	51.00	非同一控制下企业合并
济南西城健康产业投资发展有限公司	对健康产业、养老项目的投资、开发、建设、运营	100.00	投资设立
济南西城高科农业发展有限公司	现代农业开发、管理；园林绿化工程；花卉、苗木的种植、销售、租赁等	20.00（间接持股80.00%）	投资设立
济南西部旅游开发有限公司	造林苗、城镇绿化苗、花卉的种植、批发、零售；旅游项目开发等	60.00	投资设立
济南四季村宾馆	宾馆，中型餐馆，零售卷烟、雪茄烟等	100.00	非同一控制下企业合并
济南国际文化旅游投资发展有限公司	文化产业区的开发、建设、经营和管理；资产管理、规划开发和招商服务等	100.00	投资设立
华谊兄弟（济南）电影城投资开发有限公司	以自有资金投资及其对投资项目进行资产管理、投资管理、投资咨询影视制作；旅游项目开发、经营等	90.00	非同一控制下企业合并
山东济西湿地生态农场有限公司	稻谷、小麦、玉米、其他谷物、豆类、油料的种植、销售；中药材料的种植等	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.14	51.59	58.44	36.34
资产总额(亿元)	931.78	978.04	1066.64	1049.82
所有者权益(亿元)	310.87	316.93	318.41	317.23
短期债务(亿元)	47.08	50.41	79.23	99.26
调整后短期债务(亿元)	54.07	50.41	86.23	99.26
长期债务(亿元)	293.53	253.59	249.25	267.12
调整后长期债务(亿元)	506.11	515.23	506.56	498.17
全部债务(亿元)	340.61	304.00	328.48	366.37
调整后全部债务(亿元)	560.18	565.65	592.79	597.43
营业收入(亿元)	33.51	49.42	27.84	0.88
利润总额(亿元)	16.50	8.39	10.68	-1.26
EBITDA(亿元)	21.73	16.77	15.92	--
经营性净现金流(亿元)	-14.82	35.00	-4.69	-2.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	1.16	2.49	3.02	--
存货周转次数(次)	0.06	0.10	0.04	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.03	--
现金收入比(%)	58.31	210.99	164.41	319.25
营业利润率(%)	40.98	27.63	39.75	13.12
总资本收益率(%)	3.11	2.33	2.10	--
净资产收益率(%)	5.28	2.60	3.33	--
长期债务资本化比率(%)	48.57	44.45	43.91	45.71
调整后长期债务资本化比率(%)	61.95	61.91	61.40	61.09
全部债务资本化比率(%)	52.28	48.96	50.78	53.59
调整后全部债务资本化比率(%)	64.31	64.09	65.06	65.32
资产负债率(%)	66.64	67.60	70.15	69.78
流动比率(%)	488.74	336.98	219.47	209.92
速动比率(%)	144.55	82.86	50.98	34.80
经营现金流动负债比(%)	-15.29	25.17	-2.00	--
现金短期债务比(倍)	1.15	1.02	0.74	0.37
全部债务/EBITDA(倍)	15.67	18.13	20.63	--
调整后全部债务/EBITDA(倍)	25.78	33.72	37.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.80	0.61	0.53	--

注：调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的有息债务，调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务，调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务；公司 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	48.85	38.12	33.21	11.40
资产总额(亿元)	829.85	854.33	917.06	938.24
所有者权益(亿元)	277.89	288.11	305.91	305.42
短期债务(亿元)	26.50	30.62	50.86	62.39
调整后短期债务(亿元)	33.49	30.62	57.86	62.39
长期债务(亿元)	227.80	201.26	207.82	240.69
调整后长期债务(亿元)	471.03	466.09	447.33	452.41
全部债务(亿元)	254.30	231.88	258.68	303.07
调整后全期债务(亿元)	504.52	496.71	505.19	514.80
营业收入(亿元)	29.59	41.86	20.62	0.28
利润总额(亿元)	16.02	12.27	14.57	-0.48
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	5.14	42.58	-7.02	-10.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.32	3.17	7.79	--
存货周转次数(次)	0.12	0.19	0.07	--
总资产周转次数(次)	0.04	0.05	0.02	--
现金收入比(%)	48.98	188.39	59.71	193.85
营业利润率(%)	44.26	32.00	52.08	4.25
总资本收益率(%)	3.01	2.34	2.58	--
净资产收益率(%)	5.76	4.22	4.76	--
长期债务资本化比率(%)	45.05	41.13	40.45	44.07
调整后长期债务资本化比率(%)	62.89	61.80	59.39	59.70
全部债务资本化比率(%)	47.78	44.59	45.82	49.81
调整后全期债务资本化比率(%)	64.48	63.29	62.28	62.76
资产负债率(%)	66.51	66.28	66.64	67.45
流动比率(%)	501.02	372.81	255.97	238.01
速动比率(%)	319.25	228.93	166.20	153.46
经营现金流动负债比(%)	6.35	42.53	-4.28	--
现金短期债务比(倍)	1.84	1.24	0.65	0.18
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：母公司固定资产折旧、摊销等数据不可得，EBITDA 相关数据未计算；调整后短期债务=短期债务+其他流动负债中的有息债务，调整后长期债务=长期债务+长期应付款中的有息债务，调整后全部债务=调整后短期债务+调整后长期债务；母公司 2020 年一季度财务报表未经审计

附件 4　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 5-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 5-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 5-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变