信用评级公告

联合〔2021〕5439 号

联合资信评估股份有限公司通过对济南西城投资开发集团有限公司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

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

济南西城投资开发集团有限公司 2021 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	评级展望
发行人主体	AAA	稳定	AAA	稳定
17 济西城投 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
17 济西城投 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
18 济西投债 /18 济西投	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

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：1.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；2.“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；3.上表中到期兑付日为下一行权日

评级时间：2021 年 6 月 25 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（打分表）	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

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	a		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	F4	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		4
调整因素和理由				调整子级
政府支持				5

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

评级观点

济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“公司”）是济南市西部新城土地整理、基础设施建设及资产运营主体。联合资信评估股份有限公司（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，专营优势显著，营业收入及利润均大幅增长，继续获得有力的外部支持。同时，联合资信也关注到公司资产流动性弱、债务负担仍较重及未来资本支出压力大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，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，公司发展前景良好。

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，济南市经济保持增长，财政实力强。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，公司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. **资产流动性弱。**截至 2021 年 3 月底，公司存货、固定资产和在建工程合计占资产的 75.45%，存货主要为项目开发成本及土地整理成本，变现能力较弱。
2. **债务负担较重，面临较大的集中偿付压力。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务规模为 549.12 亿元，全部债务资本化比率为 61.42%，债务负担仍较重。此外，公司于 2021 年 4—12 月、2022 年、2023 年到期的债务分别为 81.30 亿元、68.71 亿元和 131.32 亿元，未来面临较大的集中偿付压力。

分析师：张婧茜　胡元杰
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

3. **未来资本支出压力大。**公司待整理土地面积较大，房地产在建项目尚需投资规模大，公司未来资本支出压力大。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	51.59	58.44	31.43	40.93
资产总额（亿元）	978.04	1066.64	1112.23	1178.57
所有者权益（亿元）	316.93	318.41	346.37	344.92
短期债务（亿元）	50.41	79.23	65.16	84.37
长期债务（亿元）	515.23	506.56	474.64	464.75
全部债务（亿元）	565.65	585.78	539.81	549.12
营业收入（亿元）	49.43	27.85	71.56	5.17
利润总额（亿元）	8.39	10.70	16.69	-0.48
EBITDA（亿元）	16.77	15.92	21.29	--
经营性净现金流（亿元）	35.00	-4.69	-14.00	15.68
营业利润率（%）	27.64	39.79	25.35	12.38
净资产收益率（%）	2.60	3.33	4.74	--
资产负债率（%）	67.60	70.15	68.86	70.73
全部债务资本化比率（%）	64.09	64.79	60.91	61.42
流动比率（%）	336.98	219.47	193.26	164.04
经营现金流动负债比（%）	25.17	-2.00	-5.06	--
现金短期债务比（倍）	1.02	0.74	0.48	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	0.61	0.53	0.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	33.72	36.79	25.35	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	854.33	917.06	958.22	1007.84
所有者权益（亿元）	288.11	305.91	309.90	310.94
全部债务（亿元）	231.88	258.68	261.38	303.21
营业收入（亿元）	41.86	20.62	52.48	0.16
利润总额（亿元）	12.27	14.57	18.38	1.00
资产负债率（%）	66.28	66.64	67.66	69.15
全部债务资本化比率（%）	44.59	45.82	45.75	49.37
流动比率（%）	372.81	255.97	242.94	195.13
经营现金流动负债比（%）	42.53	-4.28	-4.89	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将长期应付款中的带息债务纳入长期债务核算；3. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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	2020/06/15	兰迪 董洪延	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（打分表）V3.0.201907	阅读全文
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，联合资信评估股份有限公司（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 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估股份有限公司（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，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。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 2021 年 3 月底，公司本部设财务部、法务合约部、规划开发部、建设管理部、工程事业部等职能部门；拥有全资及控股一级子公司 12 家。

截至 2020 年底，公司资产总额 1112.23 亿元，所有者权益 346.37 亿元（含少数股东权益 11.47 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 71.56 亿元，利润总额 16.69 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 1178.57 亿元，所有者权益 344.92 亿元（含少数股东权益 11.35 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 5.17 亿元，利润总额-0.48 亿元。

公司注册地址：长清区大学科技园大学路 4366 号。法定代表人：张海平。

三、跟踪债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 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 2021 年 5 月底，“17 济西城投 MTN001”和“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。

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**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，我国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90%和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年我国

经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年我国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80%和 1.20%，东盟成为我国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1－11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年

（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年底，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较上年底（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年底，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较上年底增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较上年底增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出我国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 我国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年我国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，**积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险**。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度**。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体

经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品和市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年我国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年我国 GDP 增速将达到 8.50%左右。

五、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约束地方政府及其融资平台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

2020 年，新冠肺炎疫情对国内经济造成巨大冲击，政府及时出台相关政策适度加大基建逆周期调节的力度，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。随着宏观经济逐步恢复，2020 年底以来，地方政府债务及城投企业融资监管态势趋严。

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，建立了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 年及 2019 年，国内经济下行压力加大，在坚决遏制隐性债务增量、剥离投融资平台政

府融资职能的同时，政府持续加大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，发挥基建逆经济周期调节作用。

2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，国家及时出台一系列政策，适度加大基建逆周期调节的力度，明确基础设施建设投资重点方向，为城投企业提供了一定的项目储备空间，同时为基础设施项目建设提供较大资金支持，城投企业经营和融资环境进一步改善。

具体来看，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。2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用。2020 年 6 月，发改委印发《关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知》，明确公共资源重点投向县城新型城镇化建设，抓紧补上疫情暴露出的县城城镇化短板弱项，大力提升县城公共设施和服务能力等。2020 年 7 月，国务院发布《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》，工作目标包括2020年新开工改造城镇老旧小区3.9 万个等。

资金方面，2020 年 4 月，中央政治局常务会议提出发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率。2020 年地方政府债明显扩容，同时发行节奏加快，新增地方政府专项债 3.75 万亿，积极支持“两新一重”、公共卫生设施等领域符合条件的重大项目，且各省专项债券资金用于项目资本金的规模占该省份专项债券规模的比例在 20%的基础上可适当上调，有助于保障地方重大项目资本金来源，缓解城投企业重大基建项目资本金压力。《全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见》指出，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资。

随着国内疫情得到有效控制，宏观经济有序恢复，抓实化解地方政府隐性债务风险成为2021 年重要工作，强调把防风险放在更加突出的位置。2020 年 12 月，中央经济工作会议再度提出要抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系。2021 年 3 月，财政部提出保持高压监管态势，将严禁新增隐性债务作为红线、高压线，坚决遏制隐性债务增量。2021 年 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》，再次强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。同时，重申清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险。

表 3　2020 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/会议名称	核心内容及主旨
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 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
2020 年 4 月	中共中央政治局	中共中央政治局常务会议	发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用，加大传统基建和新型基建的投资力度，发挥基建的稳增长作用
2020 年 4 月	国家发改委	2020 年新型城镇化建设和城乡融合发展重点任务	增强中心城市和城市群综合承载、资源优化配置能力，推进以县城为重要载体的新型城镇化建设，促进大中小城市和小城镇协调发展
2020 年 6 月	国家发改委	关于加快开展县城城镇化补短板强弱项工作的通知	针对县城城镇化建设过程中市场不能有效配置资源、需要政府支持引导的公共领域，提出了 4 大领域 17 项建设任务。公布了 120 个新型城镇化示范县
2020 年 7 月	国务院	全面推进城镇老旧小区改造工作的指导意见	明确老旧小区改造工作目标，建立改造资金机制，支持城镇老旧小区改造规模化实施运营主体采取市场化方式，运用公司信用类债券、项目收益票据等进行债券融资
2020 年 8	国务院	中华人民共和国预算法	明确预算收支范围、强化预算公开要求、完善转移支付制度、加强地方政

月		实施条例	府债务管理、规范财政专户等；明确要求“县级以上地方政府的派出机关根据本级政府授权进行预算管理活动，不作为一级预算，其收支纳入本级预算”
2020 年 12 月	--	中央经济工作会议	加大新型基础设施投资力度，实施城市更新行动，推进城镇老旧小区改造，建设现代物流体系，高度重视保障性租赁住房建设等；抓实化解地方政府隐性债务风险工作，处理好恢复经济和防范风险的关系
2021 年 4 月	国务院	关于进一步深化预算管理制度改革的意见	强调化解地方政府隐性债务的重要性，坚守底线思维，把防风险放在更加突出的位置。清理规范地方融资平台公司，剥离其政府融资职能，对失去清偿能力的要依法实施破产重整或清算，健全市场化、法治化的债务违约处置机制，坚决防止风险累积形成系统性风险

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。受城投企业剥离地方政府融资职能，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，非标融资占比高、债券集中到期、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。十四五期间，我国将统筹推进基础设施建设，构建系统完备、高效使用、智能绿色、安全可靠的现代化基础设施体系。未来，我国将进一步完善新型城镇化战略，全面实施乡村振兴战略，持续推进“两新一重”项目建设等，城投企业仍有一定发展空间，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非标逾期等风险，对于非标融资占比高、债券集中到期、再融资压力大的尾部城投企业流动性风险值得关注。

2. 区域环境分析

济南市经济保持增长，财政实力强，西部新城为济南市重点建设城区，发展潜力大。公司发展外部环境良好。

（1）济南市

济南市为山东省省会，位于山东省中部，全市总面积 10244 平方公里，现辖历下、市中、槐荫、天桥、历城、长清、章丘、济阳、莱芜、钢城十区和平阴、商河两县。济南市地理位置优越，是山东省铁路、公路、航空的交通枢纽。

根据《2020 年济南市国民经济和社会发展统计公报》，2020 年济南市综合经济实力增强，全市地区生产总值（GDP）10140.9 亿元，较上年增长 4.9%。其中，第一产业增加值 361.7 亿元，增长 2.2%；第二产业增加值 3530.7 亿元，增长 7.0%；第三产业增加值 6248.6 亿元，增长 3.7%。三次产业构成为 3.6:34.8:61.6。

2020 年，济南市固定资产投资较上年增长 4.0%。分产业看，第一产业投资增长 12.0%，第二产业投资增长 27.3%，第三产业投资增长 0.4%。年底亿元以上固定资产投资项目 1343 个，增加 235 个。2020 年，济南市基础设施投资增长 13.5%；房地产开发完成投资 1707.6 亿元，增长 8.3%，其中住宅完成投资 1204.3 亿元，增长 6.0%。

2020 年，济南市实现一般公共预算收入 906.1 亿元，较上年增长 3.6%。其中，税收收入 696.6 亿元，下降 0.5%，税收收入占一般公共预算收入的比重为 76.9%。当年，全市一般公共预算支出 1288.4 亿元，增长 7.6%，财政自给率为 70.33%。

根据济南市人民政府网站公开数据，2021 年 1－3 月，济南市实现地区生产总值（GDP）2456.70 亿元，同比增长 17.4%。其中，第一产业增加值 38.51 亿元，增长 2.1%；第二产业增加值 761.40 亿元，增长 16.8%；第三产业增加值 1656.79 亿元，增长 18.2%。济南市固定资产投资同比增长 20.3%。2021 年 1－3 月，济南市完成地方一般公共预算

收入 298.0 亿元，同比增长 16.0%；一般公共预算支出 273.9 亿元，同比增长 23.5%。

（2）西部新城

济南市西部新城是济南市规划建设中的三大新城区之一。西部新城由京沪高铁济南西客站片区、大学科技园和济西国家级湿地公园三大功能板块组成。依据济南市“十三五”发展规划，西部新城建设将围绕：突出文化旅游；突出商务会展，大力发展总部经济、楼宇经济；突出智能制造，打造知识产业园；突出消费物流，依托新兴商业资源，繁荣发展传统商圈，引领济南消费西移等方面开展建设。济南市政府确定了西部新城“一带三区”（玉符河生态景观带、大学科技园区、西客站片区、田园生态城区）的发展框架。

玉符河是济南市市级管辖的流域面积最大的河道，总流域面积 827 平方公里。玉符河综合治理工程估算投资约 30 亿元，将重点建设防洪、交通、治污、景观、配套五大工程。西客站片区总面积约 55 平方公里，总建设规模约 5000 万平方米。依据规划，西客站片区是未来西部新城的发展核心区域。大学科技园总规划面积 43 平方公里，其中城市建设用地 29 平方公里。依据规划，大学科技园将形成“一轴、两心、多组团”的城市发展结构。济西湿地公园总面积约 33.4 平方公里，在立足保护湿地生态的基础上，湿地公园将发展休闲旅游、科普教育、生态环保，打造生态文化教育休闲区。

六、基础素质分析

济南市市级平台定位清晰，业务各有侧重。公司作为六大市级平台公司之一建设集团的重要子公司，是济南市西部新城投资及建设的核心主体，区域专营优势显著。在土地出让金返还和财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

2017 年，济南市政府对济南市国有企业进行整合，组建六大市级投融资平台；除由公司与滨河集团合并组建的建设集团外，还有济南城市建设投资集团有限公司（以下简称“城建集团”）、济南产业发展投资集团有限公司（以下简称“产发集团”）、济南轨道交通集团有限公司（以下简称“轨交集团”）、济南金融控股集团有限公司（以下简称“金控集团”）和济南文旅发展集团有限公司（以下简称“文旅集团”）。职能定位方面，城建集团由济南旧城开发投资集团有限公司与济南市城市建设投资有限公司合并组建，主要负责筹集、管理城市建设资金，投资城市基础设施及配套项目建设等；产发集团主要负责成立产业发展基金，支持实体经济发展；轨交集团围绕轨道经济和后续项目融资需求，负责相关融资工作；金控集团负责整合各类金融资源，打造区域型金融中心；文旅集团负责全市文化、旅游、体育产业资源整合、项目投融资等。公司是济南市西部新城投资及建设的核心主体，负责济南西部新城三大片区规划范围内的开发建设以及市政重点项目建设。2017 年，公司在保持原有职能的前提下，被赋予了负责济南市全市建筑安装、市政建设、城市道路及桥隧建设的职能。与其余 5 家相比，公司作为建设集团的核心子公司，在相关业务领域具备区域专营性。

外部支持方面，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。

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”。2020 年，公司获得土地出让金返还为 17.29 亿元。

财政补贴方面，2020 年，公司获得政府补贴 0.07 亿元。

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 2021 年 5 月 13 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、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。

根据公司提供的《关于部分子公司领导人员职务任免的通知》（济建设〔2020〕93 号），李培杰不再担任公司总经理、董事，史海成担任公司总经理、董事职务。

史海成先生，曾任济南市市中区副区级干部，济南市市中区房地产开发（集团）总公司党委书记、副总经理，公司副总经理、董事、党委委员，建设集团副总经理、董事、党委委员；现任公司董事、总经理。

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。

八、经营分析

1．经营概况

2020年，受土地整理熟化业务收入和房屋销售收入大幅增长的影响，公司主营业务收入快速增长，毛利率水平有所下降。

2020年，公司主营业务收入较上年增长196.80%。其中，土地整理熟化业务收入较上年大幅增加30.72亿元至40.65亿元，在主营业务收入中占比上升至56.85%。公司房屋销售收入较上年增长183.88%至27.50亿元。其他业务收入规模较小，对公司主营业务收入影响不大。

毛利率方面，2020年，受土地整理熟化业务毛利率下降影响，公司主营业务毛利率有所下降。公司土地整理熟化业务毛利率为33.84%，较上年下降65.89个百分点，主要系国际医学中心和西客站交通配套部分土地整理熟化业务转由区域内其他城投公司负责，确认收入规模即为公司投入成本规模，致使该板块毛利率下降。售房业务毛利率较上年增加6.40个百分点至20.73%。

2021年1－3月，公司实现营业收入5.17亿元，相当于2020年营业收入的7.22%。

表 4　公司主营业务收入及毛利率变动情况　（单位：亿元、%）

项　　目	2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地整理熟化	9.93	41.21	99.73	40.65	56.85	33.84
房屋销售	9.69	40.22	14.33	27.50	38.47	20.73
油品销售	1.67	6.93	25.13	1.30	1.82	24.42
租赁及相关	1.27	5.27	12.13	1.03	1.44	-38.63
工程施工	0.58	2.40	12.52	0.25	0.34	-76.47
其他	0.96	3.97	10.74	0.77	1.08	29.83
合计	**24.09**	**100.00**	**49.97**	**71.50**	**100.00**	**27.16**

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

（1）土地整理熟化

跟踪期内，公司土地整理熟化业务模式未发生变化，2020年受房地产市场行情和政策因素影响土地出让面积大幅增长，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，济南市财政局将出让价款按约定比例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。2020年受房地产市场行情和政策因素影响，土地出让规模大幅增长，当年出让195.16亩土地。2021年1－3月，公司整理土地未出让。

受土地出让规模大幅增长的影响，2020年公司确认土地整理收入40.65亿元，确认收入规模大于当年实际出让的规模，主要系部分收入来自公司整理土地平转至区域内其他平台，以及以前年度出让土地当年确认收入所致；当年土地整理业务毛利率为33.84%，较上年下降65.89个百分点。

截至 2021 年 3 月底，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 6931.78 亩，其中大学科技园片区 3372.58 亩，西客站片区 2136.23 亩，较大规模的待整理土地为公司未来收入形成一定支撑。

表 5　公司整理土地出让情况（单位：亩、万元）

年份	出让面积	政府出让收入	公司回款
2019 年	4.77	333.00	267.20
2020 年	195.16	91263.59	47311.04

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

（2）房屋销售业务

跟踪期内，公司房地产开发业务受交房进展影响收入大幅增长；较大规模的在建项目有望对未来收入形成支撑，但也存在较大的资金支出压力。

公司房地产开发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（具有房地产开发二级资质）。

截至 2020 年底，公司已完工的开发项目包括西元大厦、济水上苑（南区）、蓝天绿园、印象济南、长清湖、杨柳春风江南里、西进时代中心和汇金项目等，总投资 100.09 亿元，总开发面积 154.20 万平方米，已售面积 61.13 万平方米，尚未销售面积为 93.07 万平方米，其中汇金项目公司将自持，印象济南项目将以租赁为主，均不再对外销售，除上述两个项目外，其余已完工项目销售进度为 71.23%~100%，去化情况尚可。截至 2020 年底，公司已收到购房款项共计 111.35 亿元。

2020 年，公司售房收入 27.50 亿元，较上年增长 183.88%，主要系当年杨柳春风江南里、西进时代中心和长清 A1 一期项目交房较多所致。

表 6　截至 2020 年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	已销售金融
济水上苑北区	住宅	25.00	24.70	38.00	30.56	31.75
黄金国际	商业	21.06	19.00	16.32	--	--
济水别院、天风云墅	住宅	41.06	30.35	91.00	23.33	24.26
济水学苑一期	住宅	17.47	13.68	15.56	--	--
善能大厦 A 座	商业	5.92	5.00	7.48	1.26	1.83
善能大厦 B 座	商业	8.62	8.00	10.79	--	--
柏然公馆	商业	5.84	4.93	8.01	1.58	1.39
宜家西	商业	27.00	11.35	31.50	--	--
合计	--	**151.97**	**117.01**	**218.66**	**56.73**	**59.23**

注：部分项目总可售面积尚未明确
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建房地产项目主要有济水上苑北区、黄金国际、济水别院和天风云墅等项目，计划投资总额 151.97 亿元，已完成投资 117.01 亿元，未来资本支出压力大；销售方面，黄金国际项目为公司自持项目，济水学苑一期、善能大厦 B 座、宜家西尚未开盘销售，其余项目处于正常销售阶段。公司房地产板块拥有储备土地 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），主要集中于济南市西客站等片区，暂无开发计划。

（3）资产运营业务

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。

油品业务方面，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 2021 年 3 月底，石化公司账面资产总额 8584.82 万元，净资产 6691.14 万元，在营加油站 7 座（其中自投 4 座），在建加油站 1 座，投资额 226.74 万元，在建加气站 1

座，投资额 603.92 万元。2020 年，公司油品收入下降至 1.30 亿元，毛利率小幅下降。

租赁及物业管理方面，截至 2021 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）。

公司租赁及相关收入规模较小，对收入贡献有限。2020 年，公司租赁及相关收入 1.03 亿元，毛利率为-38.63%，处于亏损态势，主要系当年受疫情影响所致。

（4）基础设施建设业务

公司在建基础设施项目投资规模大，未来资金支出压力较大。

公司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2020年底，公司主要在建基础设施项目预计总投资371.08亿元，已投271.15亿元，尚需投资99.93亿元，公司未来资金支出压力较大，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。

公司安置房、市政道路、综合治理等项目在建设阶段，项目投入计入“在建工程”；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；自营项目（安置房项目中的底商部分、济西湿地公园和会展中心）竣工结算后转入“固定资产”。

表 7　截至 2020 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
西客站片区安置三区	35.75	53.59	自筹
西客站片区市政道路	87.50	45.68	自筹
济西湿地公园	13.98	30.98	自筹
西客站站区配套设施	17.48	15.35	自筹
会展中心	74.08	37.89	自筹
西客站片区安置一区	11.99	18.56	自筹
大学科技园安置房三期	27.44	15.63	自筹
西客站片区腊山河综合整治	15.00	9.14	自筹
大庙屯棚改	5.19	7.42	自筹
东彩石村民安置房	5.81	6.03	自筹
玉符河综合整治	30.01	19.39	自筹
张刘安置房	46.85	11.49	自筹
合计	**371.08**	**271.15**	--

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

（5）金融投资

金融板块收入对公司收益形成补充。跟踪期内，随着中泰证券的上市，公司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，参股了齐鲁银行股份有限公司（以下简称“齐鲁银行”）、中泰证券股份有限公司（以下简称“中泰证券”，600918.SH）、济南市农商行等金融机构。其中，齐鲁银行股权占比 10.17%；中泰证券股权占比 3.85%，为第五大股东，中泰证券于 2020 年于沪主板上市，公司对中泰证券的投资公允价值增加了 34.56 亿元；济南财金投资有限公司股权占比 29.77%，为第四大股东；山东省清算交易所有限公司股权占比 13.99%，为第三大股东。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，2020 年为 0.61 亿元，较上年增加 0.43 亿元。

3. 未来发展

未来公司将在原有发展西城土地熟化、房

地产、商业运营、金融等板块业务，在逐步形成多元化经营架构的基础上承担济南市建筑安装、市政建设、城市道路建设、桥隧建设任务。土地熟化方面，未来公司将继续履行土地整理熟化的职能，完成规划区内剩余土地的一级开发和规划工作，进一步拓展西部新城区发展空间。房地产业务方面，公司将通过运作经营性土地，采取自主经营和与开发商联合开发等途径，做大做强房地产业务。城市建设开发方面，公司将紧扣济南市打造“四个中心”中心任务，推动重大项目建设，提升国有资本和国有资产统筹运营能力。商业运营方面，公司将利用西部新区已建成和在建的约 70 万平方米商业服务设施开展高端商务合作和资产运营。产业园方面，根据大学科技园区高校集中的特点，未来公司将重点发展劳动密集型和智力密集型产业。另外，公司计划建设济南创新谷，引进和发展总部经济，整合产业资源、形成总部集群，打造现代产业体系。金融业务方面，未来公司计划通过成立小额贷款公司、担保公司等融资机构，采取多种形式投资、融资，为加快西部新城建设拓宽融资渠道。

九、财务分析

公司提供了2020年财务报告，天健会计事务所（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。公司提供的2021年一季度财务报告未经审计。

2020年，公司新增子公司1家，为济南双安档案管理有限公司，减少子公司5家。2021年1－3月，公司合并范围子公司未发生变化。截至2021年3月底，公司纳入合并范围一级子公司共12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2020年底，公司资产总额较上年底增长4.27%，公司资产结构相对均衡。

表8　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年底		2020 年底		2021 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**514.22**	**48.21**	**534.62**	**48.07**	**587.89**	**49.88**
货币资金	58.44	5.48	30.93	2.78	40.43	3.43
其他应收款	37.38	3.50	45.79	4.12	61.38	5.21
存货	394.76	37.01	435.40	39.15	473.12	40.14
非流动资产	**552.42**	**51.79**	**577.61**	**51.93**	**590.68**	**50.12**
可供出售金融资产	24.46	2.29	60.03	5.40	0.00	0.00
固定资产	115.36	10.82	97.60	8.77	98.20	8.33
在建工程	308.85	28.96	306.16	27.53	318.18	27.00
资产总额	**1066.64**	**100.00**	**1112.23**	**100.00**	**1178.57**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

截至2020年底，公司流动资产较上年底增长3.97%，变动不大。公司货币资金为30.93亿元，主要为银行存款；其中，受限货币资金为0.44亿元，主要为劳务工资保障金及保证金存款等。公司其他应收款45.79亿元，较上年底增长22.52%，主要系往来款规模扩大所致；公司其他应收款主要系应收山东济西湿地管理有限公司、济南市长清区大学园区建设指挥部和济南城市建设集团万融置业有限公司等的往来款，合计计提坏账准备26.22万元。按账龄计

提坏账的其他应收款余额为45.68亿元，1年以内的占12.75%，1~2年的占6.54%，2~3年的占49.10%，3年以上的占31.61%，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22.94亿元，占公司其他应收款总额的50.10%，集中度较高。公司存货较上年底增长10.29%，主要系土地熟化成本投入增加所致。存货主要由土地熟化成本（215.77亿元）、开发成本（184.84亿元）和开发产品（32.69亿元）构成，公司未计提跌价准备。公司存货中熟化成本变现受土地出让政策和房地产行情影响较大。

截至 2020 年底，公司非流动资产较上年底增长 4.56%。公司可供出售金融资产 60.03 亿元，较上年底增长 145.37%，主要系中泰证券的上市致使公允价值变动增加 34.56 亿元。公司可供出售金融资产为对中泰证券的投资（44.72 亿元，按照公允价值计量）、对齐鲁银行的投资（14.31 亿元，按成本计量）和对齐鲁中泰私募基金管理有限公司的投资（1.00 亿元，按成本计量）。公司固定资产较上年底下降 15.40%，主要系合并范围变更及部分房屋及建筑物转入投资性房地产所致；固定资产主要由房屋建筑物及构建物（占 98.68%）构成，累计计提折旧 2.73 亿元；固定资产成新率 96.24%，成新率高。公司在建工程 306.16 亿元，较上年底下降 0.87%，变动不大；在建工程主要由西客站片区安置三区（54.18 亿元）、西客站片区市政道路（48.82 亿元）、会展中心（41.87 亿元）和济西湿地公园（25.39 亿元）为主，未计提跌价准备。

截至 2020 年底，公司受限资产 125.80 亿元，其中抵押的存货 73.41 亿元，抵押的投资性房地产 10.52 亿元，抵押的在建工程 41.87 亿元。受限资产占资产总额的 11.31%，受限比例一般。

截至 2021 年 3 月底，公司合并资产总额 1178.57 亿元，较上年底增长 5.96%，主要系货币资金、存货和其他应收款增加所致。资产结构变动不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，未分配利润规模较大，权益稳定性一般。公司整体债务负担较重，未来面临较大的集中偿付压力。

截至 2020 年底，公司所有者权益 346.37 亿元，较上年底增长 8.78%，主要系其他综合收益和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.69%，少数股东权益占比为 3.31%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 14.44%、37.01%、7.48%和 31.24%。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 128.18 亿元，较上年底下降 7.38%，主要系合并范围内子公司减少所致。公司其他综合收益较上年增加 25.92 亿元，主要为中泰证券公允价值变动所致。公司未分配利润为 108.20 亿元，较上年底增长 12.23%，主要为利润留存。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益 344.92 亿元，较上年底基本保持稳定。

截至 2020 年底，公司负债总额较上年底增长 2.36%，负债结构以非流动负债为主。

表9 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年		2020 年		2021 年 3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**234.31**	**31.31**	**276.64**	**36.12**	**358.38**	**42.99**
预收款项	70.71	9.45	64.24	8.39	65.57	7.87
其他应付款	62.61	8.37	127.31	16.62	195.59	23.46

一年内到期的非流动负债	68.96	9.22	64.87	8.47	84.08	10.09
非流动负债	**513.93**	**68.69**	**489.22**	**63.88**	**475.27**	**57.01**
长期借款	130.43	17.43	101.14	13.21	114.98	13.79
应付债券	118.81	15.88	126.34	16.50	125.90	15.10
长期应付款	264.38	35.33	252.94	33.03	223.87	26.85
负债总额	**748.23**	**100.00**	**765.86**	**100.00**	**833.65**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年底，公司流动负债较上年底增长 18.07%，主要系其他应付款大幅增长所致。公司预收款项较上年底下降 9.15%，主要系受交房影响，预收房款结转收入所致。公司其他应付款较上年底增长 103.35%，主要系新增与建设集团往来款所致；公司应付建设集团往来款 114.57 亿元，占 91.70%，集中度高。公司一年内到期的非流动负债 64.87 亿元，其中，一年内到期的长期借款 20.24 亿元，一年内到期的长期应付款 12.20 亿元、一年内到期的应付债券 32.42 亿元。

截至 2020 年底，公司非流动负债较上年底下降 4.81%。公司长期借款较上年底下降 22.46%，其中，保证借款 56.17 亿元，抵押及保证借款 23.49 亿元，质押借款 19.50 亿元，信用借款 1.98 亿元。公司应付债券较上年底增长 6.33%，主要系公司 2020 年发行“20 济西城投 PPN001”（24.89 亿元）、“印象 1 优”（10.00 亿元）、印象 1 次（0.50 亿元）和“20 鲁西城投 ZR001”（8.48 亿元）所致。公司长期应付款较上年底下降 4.33%。公司长期应付款主要由应付济南市财政局的款项（217.71 亿元）和融资租赁款（21.20 亿元）构成，本报告将长期应付款带息部分纳入长期债务核算。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额较上年底增长 8.85%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。其中，流动负债占 42.99%，非流动负债占 57.01%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，流动负债占比上升较快。

表 10　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年3月
短期债务	79.23	65.16	84.37
长期债务	506.56	474.64	464.75
全部债务	585.78	539.81	549.12
资产负债率	70.15	68.86	70.73
全部债务资本化比率	64.79	60.91	61.42
长期债务资本化比率	61.40	57.81	57.40

资料来源：联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2020 年底，公司全部债务 539.81 亿元，较上年底下降 7.85%。债务结构方面，短期债务占 12.07%，长期债务占 87.93%，以长期债务为主，债务结构合理。其中，短期债务 65.16 亿元，长期债务 474.64 亿元。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.86%、60.91%和 57.81%，较上年底分别下降 1.29 个百分点、3.87 个百分点和 3.59 个百分点。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。公司债务负担较重。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 549.12 亿元，较上年底增长 1.73%。债务结构方面，短期债务占 15.37%，长期债务占 84.63%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 70.73%和 61.42%，较上年底分别提高 1.88 个百分点和 0.51 个百分点，长期债务资本化比率下降 0.41 个百分点至 57.40%。若将永续债计入长期债务，其他因素保持不变的情况下，公司资产负债率、全部资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.84%、62.87%和 59.01%。公司债务负担较重。公司于 2021 年 4－12 月、

2022 年、2023 年、2024 年及以后到期的债务分别为 81.30 亿元、68.71 亿元、131.32 亿元和 267.79 亿元，未来面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

受土地出让规模及售房收入大幅增长影响，2020 年公司营业收入快速增长，公司盈利能力有所提升。

表 11 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
营业收入	27.85	71.56	5.17
营业成本	15.87	52.12	4.33
费用总额	7.26	4.36	1.23
投资收益	6.61	2.79	0.01
利润总额	10.70	16.69	-0.48
营业利润率	39.79	25.35	12.38
总资本收益率	1.50	2.10	--
净资产收益率	3.33	4.74	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

受土地整理熟化收入和售房收入大幅增长影响，2020年，公司实现营业收入较上年大幅增长至71.56亿元；营业成本与营业收入变动方向一致。

2020年，公司费用总额较上年下降40.01%。其中，公司财务费用下降72.90%，主要系汇兑净损失减少所致。公司期间费用率为6.09%。公司投资收益较上年下降57.75%至2.79亿元，主要系权益法核算的长期股权投资收益下降所致。公司实现利润总额16.69亿元。

从盈利指标看，2020年，公司营业利润率较上年有所下降，公司净资产收益率和总资本收益率较上年均有所提升。公司盈利能力有所提升。

2021年1—3月，公司实现营业收入5.17亿元，营业利润率为12.38%，利润总额-0.48亿元。

5. 现金流分析

2020 年公司经营活动现金净流出规模有所扩大，收入实现质量明显下降；随着项目持续投入和债务逐步到期，公司未来仍存在较大融资需求。

表 12 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	56.47	63.85	73.29
经营活动现金流出小计	61.17	77.86	57.62
经营活动现金流量净额	**-4.69**	**-14.00**	**15.68**
投资活动现金流入小计	25.77	25.66	1.30
投资活动现金流出小计	48.54	28.69	9.44
投资活动现金流量净额	**-22.77**	**-3.03**	**-8.14**
筹资活动现金流入小计	197.55	169.51	21.14
筹资活动现金流出小计	172.00	169.67	19.17
筹资活动现金流量净额	**25.55**	**-0.16**	**1.97**
现金收入比	164.31	50.86	159.15

资料来源：公司财务报告

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。2020 年，公司经营活动现金流入量较上年增长 13.07%至 63.85 亿元。其中，销售商品、提供劳务收到的现金较上年下降 20.49%至 36.39 亿元，现金收入比 50.86%，当年收入实现质量大幅下降；公司经营活动现金流出受购买商品、接受劳务支付的现金及支付其他与经营活动有关的现金影响有所下降。公司经营活动现金净流出规模进一步扩大。

投资活动方面，2020 年，公司投资活动现金流入较上年下降 0.43%，变动很小。投资活动现金流出 28.69 亿元，其中购建固定资产、无形资产支出的现金 9.94 亿元，支付其他与投资活动有关的现金为 15.75 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出规模有所收窄。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金（71.72 亿元）和收到其他与筹资活动有关的现金（97.75 亿元，主要为关联方借款）。同期，公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金为主。公司支付其他与筹资活动有关的现金为 22.12 亿元，主要为债券发行相关费用及关联方借款等，公司筹资活动现金流入流出基本持平。未来，随着在建项目的持续推进，公司外部融资需求仍较大。

2021 年 1—3 月，公司经营活动净流入 15.68 亿元，投资活动现金净流出 8.14 亿元，筹资活

动现金净流入 1.97 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力指标表现较弱。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，2020 年底，公司流动比率及速动比率较上年底均有所下降。2021 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 164.04%和 32.02%。2020 年底和 2021 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 0.48 倍和 0.49 倍，现金类资产对短期债务保障能力较弱。总体看，公司短期偿债能力指标较弱。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 21.29 亿元，较上年增长 33.73%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 8.22%）、计入财务费用的利息支出（占 10.37%）和利润总额（占 78.39%）构成。公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.53 倍提高至 0.94 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。公司全部债务/EBITDA 由上年的 36.79 倍下降至 25.35 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度偏弱。整体看，公司长期偿债能力指标较弱。

表 13 公司偿债能力指标

项目	2019 年（底）	2020 年（底）	2021 年 3 月（底）
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	219.47	193.26	164.04
速动比率（%）	50.98	35.87	32.02
现金短期债务比（倍）	0.74	0.48	0.49
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数（倍）	0.53	0.94	--
全部债务/EBITDA（倍）	36.79	25.35	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年底，公司共获得国内各家银行授信额度 260.70 亿元，剩余额度为 153.09 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2020 年底，公司对外担保余额 39.20 亿元，担保比率为 11.32%；担保对象主要为济南城隧建设工程有限公司和济南市城市建设投资有限公司等国有企业，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. 母公司财务分析

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；母公司债务负担适中，但存在较大短期偿付压力。

截至2020年底，母公司资产总额958.22亿元，较上年底增长4.49%。其中，流动资产448.88亿元，非流动资产509.34亿元。截至2020年底，母公司货币资金为6.93亿元。

截至2020年底，母公司所有者权益为309.90亿元，较上年底增长1.30%。在所有者权益中，实收资本为50.00亿元、资本公积113.60亿元、未分配利润123.70亿元，盈余公积9.60亿元，母公司未分配利润规模较大，所有者权益稳定性一般。

截至2020年底，母公司负债总额648.32亿元，较上年底增长6.08%。其中，流动负债184.77亿元，非流动负债463.56亿元。母公司资产负债率为67.66%，较2019年提高1.02个百分点。截至2020年底，母公司全部债务261.38亿元。其中，短期债务占16.53%，母公司存在较大短期偿付压力。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率45.75%，债务负担适中。

2020年，母公司营业收入为52.48亿元，利润总额为18.38亿元。同期，母公司投资收益为1.92亿元。

截至2021年3月底，母公司资产总额1007.84亿元，所有者权益为310.94亿元，负债总额696.89亿元；母公司资产负债率69.15%；全部债务303.21亿元，全部债务资本化比率49.37%。2021年1－3月，母公司营业收入0.16亿元，利润总额1.00亿元，投资收益1.22亿元。

十、存续债券偿债能力分析

现金类资产对一年内到期存续债券本金保障能力强，经营活动现金流入量对未来待偿债券本金峰值的保障能力尚可。

截至2021年5月底，公司存续债券本金余额合计134.50亿元，存续债券中未来一年内到期本金合计3.00亿元；在不考虑投资者行使回售选择权的情况下，2024年达到未来待偿债券本金峰值50.00亿元。

截至2020年底，公司现金类资产为31.43亿元，2020年经营活动现金流入量、经营活动净现金流和EBITDA分别为63.85亿元、-14.00亿元和21.29亿元，对存续债券的保障情况见下表。

表14　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

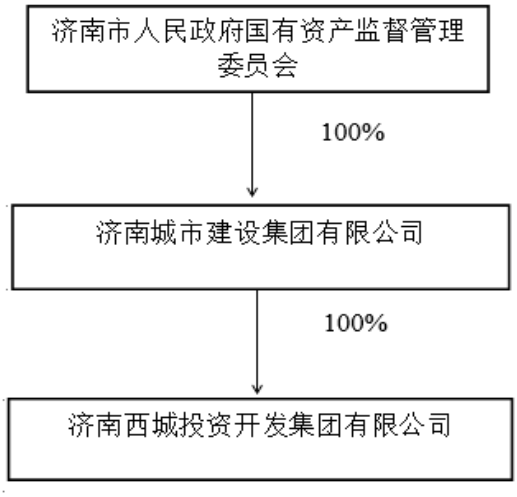
项　目	保障情况
2021年5月底一年内到期债券余额	3.00
未来待偿债券本金峰值	50.00
2020年底现金类资产/一年内到期债券余额	10.48
2020年经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	1.28
2020年经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	--
2020年EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.43

资料来源：审计报告及联合资信整理

十一、结论

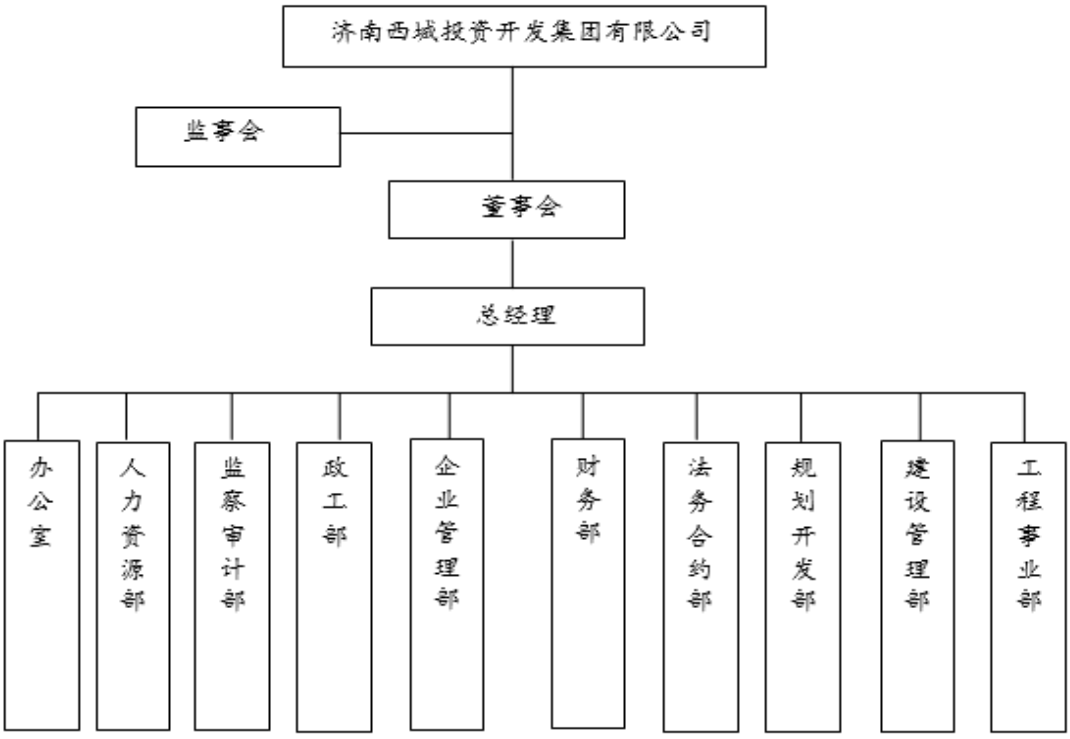
综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，维持“17济西城投MTN001”“17济西城投MTN002”和“18济西投债/18济西投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
济南西城投资发展有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
济南西城置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
金龄健康产业投资（山东）有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
济南西城石化有限公司	济南	济南	51.00	--	投资设立
济南西部旅游开发有限公司	济南	济南	60.00	--	投资设立
济南西客站交通运输有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
山东西进城市发展咨询有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
华谊兄弟（济南）电影城投资开发有	济南	济南	90.00	--	投资设立
山东西进融资担保有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
济南滨湖地产有限公司	济南	济南	100.00	--	同一控制下企业合并
济南慧融商业运营管理有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
济南智融商业运营管理有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	51.59	58.44	31.43	40.93
资产总额(亿元)	978.04	1066.64	1112.23	1178.57
所有者权益(亿元)	316.93	318.41	346.37	344.92
短期债务(亿元)	50.41	79.23	65.16	84.37
长期债务(亿元)	515.23	506.56	474.64	464.75
全部债务(亿元)	565.65	585.78	539.81	549.12
营业收入(亿元)	49.43	27.85	71.56	5.17
利润总额(亿元)	8.39	10.70	16.69	-0.48
EBITDA(亿元)	16.77	15.92	21.29	--
经营性净现金流(亿元)	35.00	-4.69	-14.00	15.68
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.58	8.52	16.47	--
存货周转次数(次)	0.10	0.04	0.13	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.03	0.07	--
现金收入比(%)	210.96	164.31	50.86	159.15
营业利润率(%)	27.64	39.79	25.35	12.38
总资本收益率(%)	1.64	1.50	2.10	--
净资产收益率(%)	2.60	3.33	4.74	--
长期债务资本化比率(%)	61.91	61.40	57.81	57.40
全部债务资本化比率(%)	64.09	64.79	60.91	61.42
资产负债率(%)	67.60	70.15	68.86	70.73
流动比率(%)	336.98	219.47	193.26	164.04
速动比率(%)	82.86	50.98	35.87	32.02
经营现金流动负债比(%)	25.17	-2.00	-5.06	--
现金短期债务比(倍)	1.02	0.74	0.48	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	0.61	0.53	0.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	33.72	36.79	25.35	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将长期应付款中有息债务纳入长期债务核算；3. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	38.12	33.21	6.93	8.81
资产总额(亿元)	854.33	917.06	958.22	1007.84
所有者权益(亿元)	288.11	305.91	309.90	310.94
短期债务(亿元)	30.62	50.86	43.20	71.62
长期债务(亿元)	201.26	207.82	218.18	231.59
全部债务(亿元)	231.88	258.68	261.38	303.21
营业收入(亿元)	41.86	20.62	52.48	0.16
利润总额(亿元)	12.27	14.57	18.38	1.00
EBITDA(亿元)	12.27	14.57	18.38	--
经营性净现金流(亿元)	42.58	-7.02	-9.03	-1.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	*	*	*	*
存货周转次数(次)	*	*	*	*
总资产周转次数(次)	0.05	0.02	0.06	--
现金收入比(%)	188.39	59.71	27.73	352.17
营业利润率(%)	32.00	52.08	30.82	79.19
总资本收益率(%)	2.34	2.58	3.22	--
净资产收益率(%)	4.22	4.76	5.93	--
长期债务资本化比率(%)	41.13	40.45	41.32	42.69
全部债务资本化比率(%)	44.59	45.82	45.75	49.37
资产负债率(%)	66.28	66.64	67.66	69.15
流动比率(倍)	372.81	255.97	242.94	195.13
速动比率(倍)	228.93	166.20	115.61	95.13
经营现金流动负债比(%)	42.53	-4.28	-4.89	--
现金短期债务比(倍)	1.24	0.65	0.16	0.12
EBTIDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2021 年 1－3 月财务数据未经审计；由于未获取相关数据，EBITDA 及相关指标未计算

附件 3　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 4-1　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 4-2　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 4-3　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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。