信用评级公告

联合〔2022〕4433 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 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

二〇二二年六月十七日

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 2022 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 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 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 MTN002”发行期限为 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：2022 年 6 月 17 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	A	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	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F5	现金流	资产质量	4
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		5
调整因素和理由				调整子级
外部支持				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。跟踪期内，公司外部发展环境良好，专营优势显著，继续获得有力的外部支持。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司未来资本支出压力较大、债务负担仍较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，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，公司各项业务发展有望保持稳定。

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 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。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. **债务负担较重，面临较大的集中偿付压力。**截至 2022 年 3 月底，公司全部债务规模为 477.88 亿元，全部债务资本化比率为 58.89%，债务负担仍较重。此外，公司于 2022 年 4－12 月、2023 年、2024 年到期的债务分别为 45.82 亿元、102.22 亿元和 75.75 亿元，未来面临较大的集中偿付压力。
2. **未来资本支出压力较大。**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较大。

分析师：

张婧茜（登记编号：R0040218040014）

胡元杰（登记编号：R0150221070011）

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

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
现金类资产（亿元）	58.44	31.43	28.45	26.26
资产总额（亿元）	1066.64	1112.23	1207.59	1208.64
所有者权益（亿元）	318.41	346.37	336.81	333.65
短期债务（亿元）	79.23	65.16	39.14	60.39
长期债务（亿元）	506.56	474.64	442.44	417.49
全部债务（亿元）	585.78	539.81	481.57	477.88
营业收入（亿元）	27.85	71.56	67.88	7.15
利润总额（亿元）	10.70	16.69	1.11	-0.03
EBITDA（亿元）	15.92	21.29	4.89	--
经营性净现金流（亿元）	-4.69	-14.00	-49.23	4.66
营业利润率（%）	39.79	25.35	11.89	10.44
净资产收益率（%）	3.33	4.74	0.34	--
资产负债率（%）	70.15	68.86	72.11	72.39
全部债务资本化比率（%）	64.79	60.91	58.84	58.89
流动比率（%）	219.47	193.26	146.61	134.64
经营现金流动负债比（%）	-2.00	-5.06	-11.89	--
现金短期债务比（倍）	0.74	0.48	0.73	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	0.53	0.94	0.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	36.79	25.35	98.53	--
公司本部（母公司）				
项　目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
资产总额（亿元）	917.06	958.22	1012.18	1041.74
所有者权益（亿元）	305.91	309.90	313.78	314.01
全部债务（亿元）	258.68	261.38	240.89	251.08
营业收入（亿元）	20.62	52.48	26.66	0.51
利润总额（亿元）	14.57	18.38	4.93	0.23
资产负债率（%）	66.64	67.66	69.00	69.86
全部债务资本化比率（%）	45.82	45.75	43.43	44.43
流动比率（%）	255.97	242.94	186.41	158.61
经营现金流动负债比（%）	-4.28	-4.89	-0.77	--

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. 2022 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 MTN002	AAA	AAA	稳定	2021/06/25	张婧茜 胡元杰	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	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

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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受济南西城投资开发集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

济南西城投资开发集团有限公司 2022 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。截至 2022 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，主营业务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 2022 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（见附件 1-2）；拥有一级子公司 13 家（见附件 1-3）。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 1207.59 亿元，所有者权益 336.81 亿元（含少数股东权益 11.37 亿元）。2021 年，公司实现营业收入 67.88 亿元，利润总额 1.11 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 1208.64 亿元，所有者权益 333.65 亿元（含少数股东权益 11.38 亿元）。2022 年 1－3 月，公司实现营业收入 7.15 亿元，利润总额-0.03 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 2022 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。

截至出报告日“17 济西城投 MTN002”募集资金已使用完毕，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 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	**38.00**	**38.00**	--	--

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速[1]（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，

[1]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

表 2　2021 一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年 一季度	2021 年 二季度	2021 年 三季度	2021 年 四季度	2022 年 一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月底社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年底高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资

大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50%增长目标的困难有所加大。

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。

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，但城投企业债务风险也随之快速上升。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并要求逐步剥离城投企业的政府融资职能，城投企业逐步开始规范转型。

（2）行业监管与政策

2021 年以来，政府部门对地方政府隐性债务保持严监管态势，延续了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，城投企业融资政策整体收紧。

根据 2014 年《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43 号），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 年开始，国内经济下行压力加大，2020 年叠加新冠肺炎疫情的影响，基建投资托底经济的作用再次凸显，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。

2021 年，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全年重要工作，全年对地方政府隐性债务保持严监管态势。政府相关部门出台了一系列监管政策，强调把防风险放在更加突出的位置，坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量，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，城投企业融资政策整体收紧。2021 年 4 月，沪深交易所收紧城投企业公司债发行审核条件，明确指出发行公司债券不得新增政府债务，并对不同资质企业发债进行分类管理。2021 年 7 月，银保监发〔2021〕15 号文及补充通知要求切实把控好金融闸门，从金融机构端加强城投企业新增流动资金贷款管理，并明确隐债主体认定标准，承担隐性债务的城投企业再融资压力有所上升。

2022 年以来，国内疫情多点大规模散发、俄乌地缘政治冲突和美联储加息“三大冲击”，国内外环境复杂性不确定性加剧，宏观经济下行压力进一步加大，“稳增长”压力凸显。在此背景下，中央经济工作会议、国常会等均提出要适度超前开展基础设施投资，保证财政支出强度的同时加快支出进度等，通过政策的“靠前发力”来充分发挥对稳增长的支撑作用。2022 年 4 月，中国人民银行、国家外汇管理局印发《关于做好疫情防控和经济社会发展金融服务的通知》，强调金融机构要在风险可控、依法合规的前提下，加大对重点项目资金支持力度，合理购买地方政府债券，按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，保障在建项目顺利实施。2022 年 5 月，中共中央办公厅、国务院办公厅出台《关于推进以县城为重要载体的城镇化建设的意见》，对县城城镇化建设的发展目标、建设任务、政策保障和组织实施方式等方面进行了全面部署，为实施扩大内需战略、协同推进新型城镇化和乡村振兴提供有力支撑。整体看，积极的财政政策为城投企业提供了一定的项目储备空间。

同时，政策均强调要以有效防范化解地方政府债务风险为前提。2022 年 5 月，财政部通报 8 个地方政府新增隐性债务和隐性债务化解不实等违法违规行为的典型案例，再次强调了“坚决遏制隐性债务增量，妥善处置和化解隐性债务存量”的长期监管思路，进一步表明监管部门严格控制和化解地方政府隐性债务风险的态度保持不变。

（3）行业发展

在“稳增长”背景下，城投企业作为地方政府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。但在对隐性债务“控增量、化存量”以及债务分档管理等监管思路下，城投企业融资区域性分化进一步加剧，重点关注短期偿债压力大及出现负面事件尾部城投企业的信用风险。

目前，中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、城乡差距不断扩大、城市治理现代化水平有待提升等问题，基础设施建设仍是中国经济社会发展的重要支撑。十四五期间，中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，中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，在对隐性债务“控增量、化存量”的长期监管思路以及“红橙黄绿”债务分档指导意见等政策持续实施下，城投企业融资区域性分化仍将持续，政府债务负担较重地区城投企业债务滚续压力上升。2022 年城投债兑付压力不减，部分地区城投债集中到期压力较大，需重点关注短期偿债压力大及出现借款逾期、欠息、担保代偿、非标逾期等负面事件尾部城投企业的信用风险。

2. 区域环境分析

济南市地理位置优越、交通便利；2019－2021 年，济南市经济和一般公共预算收入持续增长，财政实力很强，公司发展外部环境良好。

（1）济南市

济南市是山东省省会、副省级市、济南都市圈核心城市，国务院批复确定的环渤海地区南翼的中心城市。济南市总面积 10244 平方千米，下辖 10 区 2 县，北连首都经济圈、南接长三角经济圈，东西连山东半岛，是环渤海经济区和京沪经济轴上的重要交汇点。截至 2021 年末，济南市常住人口 933.6 万人，比上年末增长 1.0%。

根据济南市国民经济和社会发展统计公报数据披露，2019－2021 年，济南市地区生产总值持续增长，分别为 9443.37 亿元、10140.91 亿元和 11432.22 亿元，增速分别为 7.00%、4.85%和 7.20%。2021 年，三次产业结构为 3.6:34.7:61.7，较 2020 年改善。

2021 年，济南市实现工业增加值 2746.0 亿元，比上年增长 5.7%。同期，济南市规模以上工业增加值增长 5.9%。其中，规模以上工业重点行业中，黑色金属冶炼和压延加工业、通用设备制造业、化学原料和化学制品制造业、医药制造业、专用设备制造业、食品制造业增幅均超过 15%。2021 年，建筑业实现总产值 4126.0 亿元，同比增长 10.1%；固定资产投资比上年增长 11.5%；房地产开发完成投资 1928.0 亿元，比上年增长 12.9%，商品房销售面积同比增长 15.9%。

2019－2021 年，济南市一般公共预算收入分别为 874.19 亿元、906.08 亿元和 1007.61 亿元，2021 年同比增长 11.20%。2021 年，济南市税收收入 776.48 亿元，税收收入占一般公共预算收入比重为 77.06%，一般公共预算收入质量尚可。同年，全市一般公共预算支出 1293.08 亿元，财政自给率为 77.92%，财政自给程度较高。2019－2021 年，济南市政府性基金收入分别为 1019.18 亿元、820.40 亿元和 1060.30 亿元，受房地产行业政策及市场行情影响有所波动。

根据《济南市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，十四五期间，济南市将构建“东强西兴南美北起中优”城市发展新格局。东部以国家级开发区为载体支撑，重点建设提升 CBD 奥体片区、齐鲁科创大走廊、中科院济南科创城和山东大学龙山校区等重点项目。西部在发挥交通枢纽

和高校园区优势的同时，加速建设活力康养之城，加快建设国际医学科学中心、西部科教产业城，提升西客站片区综合配套功能，打造西部文旅健康产业融合发展区。南部持续建设绿色生态之城，强化生态保护，发展绿色经济。中部聚焦二环以内老城区，精心建设魅力品质之城。北部作为未来发展的战略空间、城市核心功能的重要承载地，集中优势资源，推动黄河北地区加快崛起，将高水平建设新旧动能转换起步区，强化基础设施和公共服务设施建设，促进中心城区功能和人口向黄河北新城区疏解。

（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。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。济西国家级湿地公园总面积约 33.4 平方公里，在立足保护湿地生态的基础上，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

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，作为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。

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；除由公司与济南滨河新区建设投资集团有限公司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。

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 2022 年 4 月 15 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2022 年 5 月 24 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司法人治理结构，主要管理制度和董事、监事、高级管理人员未发生重大变化。

八、经营分析

1．经营概况

2021年，受土地整理熟化业务收入大幅下降的影响，公司主营业务收入有所下降，毛利率水平大幅下降。

2021年，公司主营业务收入较上年下降8.84%。其中，土地整理熟化业务收入较上年大幅下降61.70%，在主营业务收入中占比下降至23.89%，确认收入的地块主要位于西客站片区。公司房屋销售收入较上年增长72.15%至47.34亿元，主要系房屋交付量增加所致。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，2021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大幅下降。公司土地整理熟化业务毛利率为11.40%，较上年下降22.44个百分点，主要系确认收入地块地理位置不同、土地熟化成本不同所致。售房业务毛利率较上年下降7.76个百分点至12.97%。

2022年1－3月，公司实现营业收入7.15亿元，相当于2021年营业收入的10.97%。

表3　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			2021年		
	收入	占比	毛利率	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	15.57	23.89	11.40
房屋销售	9.69	40.22	14.33	27.50	38.47	20.73	47.34	72.63	12.97
油品销售	1.67	6.93	25.13	1.30	1.82	24.42	1.72	2.63	20.41
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	0.35	0.54	37.22
其他	0.96	3.97	10.74	0.77	1.08	29.83	0.20	0.30	8.17
合计	**24.09**	**100.00**	**49.97**	**71.50**	**100.00**	**27.16**	**65.18**	**100.00**	**14.93**

注：上表各板块收入及成本合计数误差系四舍五入所致，2021年，公司将租赁及相关业务收入计入其他业务收入，不在主营业务中体现
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，公司土地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；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”。

业务模式方面，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，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。2021年公司出让550.98亩土地，较上年增加355.82亩，土地出让收入大幅下降，上年确认收入规模较大主要系结转部分以前年度土地收益基金所致。

截至2022年3月底，公司应收济南市财政局土地出让返还款余额1.55亿元。公司剩余待整理可出让土地约6068亩，其中大学科技园片区3054亩，西客站片区2545亩，较大规模的待整理土地为公司未来收入形成一定支撑。

（2）房屋销售业务

跟踪期内，公司房地产开发业务受房屋交付影响收入大幅增长；主要在建项目尚需投资规模较大，公司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2021年底，公司已完工的开发项目包括西元大厦、济水上苑（南区）、印象济南、西进时代中心和汇金项目等，总投资118.09亿元，总开发面积130.51万平方米，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73%~98%，去化情况尚可。

表4　截至2021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	已销售金额
济水别院、天风云墅	住宅	41.06	35.55	54.20	30.40	30.88
济水上苑（北区一期）	住宅	25.00	28.00	37.35	31.00	32.20
济水学苑一期	住宅	17.47	14.27	4.33	0.41	0.37
善能大厦A座项目	商业	5.92	6.50	7.51	2.81	3.12
善能大厦B座项目	商业	88.62	8.40	10.60	--	--
柏然公馆	商业	5.84	5.24	7.85	1.58	1.39
宜家西	商业	27.00	4.81	--	--	--
紫薇阁（改造）	住宅	11.93	28.00	15.03	10.51	10.92
合计	--	**222.84**	**130.77**	**136.87**	**76.71**	**78.88**

注：部分项目总可售面积尚未明确
资料来源：公司提供

截至 2021 年底，公司主要在建房地产项目计划投资总额 222.84 亿元，已完成投资 130.77 亿元，未来资本支出压力较大；销售方面，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；主要在建项目剩余可售面积规模较大。公司房地产板块拥有储备土地 2407.94 万平方米，共支付土地出让金 100.37 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）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、济西国家级湿地公园等。

截至2021年底，公司主要在建基础设施项目预计总投资371.08亿元，尚需投资72.27亿元，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金返还为工程建设投入提供了保障。

表 5　截至 2021 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	54.57	自筹
西客站片区市政道路	87.5	52.41	自筹
济西湿地公园	13.98	33.06	自筹
西客站站区配套设施	17.48	12.77	自筹
会展中心	74.08	45.97	自筹
西客站片区安置一区	11.99	19.38	自筹
大学科技园安置房三期	27.44	17.93	自筹
西客站片区腊山河综合整治	15	9.28	自筹
大庙屯棚改	5.19	8.09	自筹
东彩石村民安置房	5.81	7.51	自筹
玉符河综合整治	30.01	20.03	自筹
张刘安置房	46.85	17.81	自筹
合计	**371.08**	**298.81**	--

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

（4）金融投资

金融板块收入对公司利润形成补充，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，截至 2021 年底，公司参股了齐鲁银行股份有限公司（以下简称“齐鲁银行”，公司持股 8.16%）、中泰证券股份有限公司（以下简称“中泰证券”，公司持股 3.47%，为其第五大股东）、济南财金投资有限公司（公司持股 9.66%，为其第二大股东）、山东省清算交易所有限公司（公司持股 20.00%，为其第二大股东）、济南农村商业银行股份有限公司等金融机构。投资板块以投资收益形式于每年年底集中核算，2021 年公司该板块实现投资收益 1.52 亿元，较上年增加 0.91 亿元。

3．未来发展

未来公司将继续发展西城土地熟化、房地产、商业运营、金融等板块业务。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，持续开展房地产业务。城市建设开发方面，公司将围绕济南市打造“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。

九、财务分析

公司提供了2021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2022年一季度财务报告未经审计。

2021年，公司新增子公司5家，为济南滨湖地产有限公司（以下简称“滨湖地产”）、山东康桥置业有限公司（以下简称“康桥置业”）、山东融象投资置业有限公司（以下简称“融象置业”）、山东德天嘉业置业有限公司和济南融恒置业有限公司，减少子公司1家，为山东西进城市发展咨询有限公司。2022年1－3月，公司合并范围子公司未发生变化。截至2022年3月底，公司纳入合并范围一级子公司共13家。合并范围变化对公司财务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，构成以地产项目开发成本及土地整理成本、安置房和市政类项目投入等为主。公司资产流动性弱，资产质量一般。

截至2021年底，公司资产总额较上年底增长8.57%，公司资产结构相对均衡。

表6　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**534.62**	**48.07**	**606.88**	**50.26**	**605.77**	**50.12**
货币资金	30.93	2.78	27.35	2.27	24.66	2.04
其他应收款（合计）	45.79	4.12	45.95	3.81	53.13	4.40
存货	435.40	39.15	505.86	41.89	510.02	42.20
非流动资产	**577.61**	**51.93**	**600.71**	**49.74**	**602.88**	**49.88**
可供出售金融资产	60.03	5.40	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	51.46	4.63	72.26	5.98	74.66	6.18
固定资产	97.60	8.77	12.30	1.02	11.96	0.99
在建工程	306.16	27.53	336.66	27.88	346.33	28.65
其他非流动资产	14.59	1.31	96.65	8.00	96.74	8.00
资产总额	**1112.23**	**100.00**	**1207.59**	**100.00**	**1208.64**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

截至2021年底，公司流动资产较上年底增长13.52%，主要系存货增加所致。公司货币资金27.35亿元，较上年底下降11.55%，主要为银行存款（占76.47%），其中受限货币资金为0.96亿元，主要为建筑劳务保证金等。公司其他应收款较上年底变动不大；公司其他应收款主要系应收山东济西湿地管理有限公司（8.27亿元）和济南市长清区大学园区建设指挥部（6.27亿元）等的往来款，合计计提坏账准备0.39亿元；前五名单位欠款金额合计为26.88亿元，占公司其他应收款总额的58.04%，集中度较高。公司存货较上年底增长16.18%，主要系滨湖地产、康桥置业和融象置业等子公司纳入合并范围，开发成本增加及土地整理项目投入等综合所致；存货主要由土地熟化成本（215.54亿元）、开发成本（241.46亿元）和开发产品（46.19亿元）构成，公司共计提跌价准备1.01亿元，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 2021 年底，公司非流动资产较上年底增长 4.00%。公司投资性房地产较上年底增长 40.42%，主要系公司当年开始采用公允价值法核算所致。公司固定资产较上年底大幅下降 87.40%，主要系部分资产重新归类至投资性房地产或其他非流动资产所致；固定资产主要由房屋建筑物及构建物（占 97.45%）构成，累计计提折旧 3.13 亿元。公司在建工程 336.66 亿元，较上年底增长 9.96%，主要系西客站片区市政道路、会展中心、三馆二期和济西湿地公园等在建项目投入增加所致；在建工程主要由

西客站片区安置三区（54.57 亿元）、西客站片区市政道路（52.41 亿元）、会展中心（45.97 亿元）和济西湿地公园（33.06 亿元）等项目投入构成，未计提跌价准备。公司其他非流动资产较上年底增加 82.07 亿元，主要系前期差错更正，将部分固定资产调整到其他非流动资产所致，公司其他非流动资产主要为省会文化艺术中心项目（39.17 亿元）、公租房（27.57 亿元）、片区开发配套公建（13.39 亿元）和预付购房款（7.73 亿元）。公司可供出售金融资产较上年底减少 60.03 亿元。根据最新的会计准则，公司可供出售金融资产股权类投资重分类至其他权益工具投资（59.02 亿元），其他权益投资主要为对中泰证券（21.16 亿元）和齐鲁银行（18.79 亿元）的股权投资。

截至 2021 年底，公司受限资产 117.53 亿元，主要为货币资金 0.96 亿元，存货 25.69 亿元，投资性房地产 25.69 亿元，在建工程 46.02 亿元，固定资产 10.25 亿元和其他非流动资产 8.12 亿元等。受限资产占资产总额的 9.73%，受限比例一般。

截至 2022 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变动不大。

2. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益有所下降，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，2023 年面临较大的集中偿付压力。

截至 2021 年底，公司所有者权益 336.81 亿元，较上年底下降 2.76%，主要系其他综合收益下降所致。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 14.85%、38.08%、4.84%和 32.00%。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 128.26 亿元，较上年底较为稳定。公司其他综合收益较上年下降 9.62 亿元，主要系公司持有的中泰证券股票公允价值下降所致。公司未分配利润为 107.79 亿元，较上年底基本保持稳定，主要为利润留存。所有者权益结构稳定性一般。

截至 2022 年 3 月底，公司所有者权益 333.65 亿元，较上年底下降 3.16%；权益结构变化不大。

截至 2021 年底，公司负债总额较上年底增长 13.70%，主要系其他应付款增加所致，负债结构较为均衡。

表7　公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**276.64**	**36.12**	**413.95**	**47.54**	**449.93**	**51.42**
预收款项	64.24	8.39	0.45	0.05	0.37	0.04
其他应付款（合计）	127.31	16.62	300.80	34.54	327.22	37.40
一年内到期的非流动负债	64.87	8.47	38.84	4.46	60.09	6.87
合同负债	0.00	0.00	49.24	5.65	52.68	6.02
非流动负债	**489.22**	**63.88**	**456.82**	**52.46**	**425.07**	**48.58**
长期借款	101.14	13.21	86.80	9.97	73.55	8.41
应付债券	126.34	16.50	126.01	14.47	126.51	14.46
长期应付款（合计）	252.94	33.03	234.26	26.90	217.23	24.83
负债总额	**765.86**	**100.00**	**870.77**	**100.00**	**874.99**	**100.00**

资料来源：根据公司审计报告和财务报表整理

截至 2021 年底，公司流动负债较上年底增长 49.64%，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 99.29%，主要系预收购房款转入合同负债所致。公司其他应付款

较上年底增长 136.27%，主要系与建设集团往来款大幅增加所致；公司应付建设集团往来款 224.74 亿元，占 74.71%，集中度高。公司一年内到期的非流动负债 38.84 亿元，其中，一年内到期的长期借款 29.21 亿元，一年内到期的长期应付款 20.24 亿元。公司合同负债新增 49.24 亿元，主要系预收购房款转入所致。

截至 2021 年底，公司非流动负债较上年底下降 6.62%。公司长期借款较上年底下降 14.18%，其中，保证借款 49.63 亿元，抵押及保证借款 16.50 亿元，质押借款 18.71 亿元，信用借款 1.96 亿元。公司应付债券较上年底变动较小，公司应付债券包括 18 济西投债（32.86 亿元）、19 济西 01（19.93 亿元）、19 济西 02（14.90 亿元）、19 济西 03（14.89 亿元）、20 鲁西城投 ZR001（8.49 亿元）、20 济西城投 PPN001(24.94 亿元)和印象 1 优(10.00 亿元)。公司长期应付款较上年底下降 7.39%。公司长期应付款主要由应付济南市财政局的款项（208.49 亿元）和融资租赁款（20.50 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 2022 年 3 月底，公司负债总额 874.99 亿元，较上年底增长 0.48%，整体变动不大，其中其他应付款增加 26.42 亿元，主要系新增对建设集团借款所致。公司负债结构变化不大。

表 8　公司债务情况（单位：亿元、%）

项目	2020年底	2021年底	2022年3月底
短期债务	65.16	39.14	60.39
长期债务	474.64	442.44	417.49
全部债务	539.81	481.57	477.88
资产负债率	68.86	72.11	72.39
全部债务资本化比率	60.91	58.84	58.89
长期债务资本化比率	57.81	56.78	55.58

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 2021 年底，公司全部债务较上年底下降 10.79%。债务结构方面，短期债务占 8.13%，长期债务占 91.87%，以长期债务为主。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较上年底分别增加 3.25 个百分点、下降 0.27 个百分点和下降 1.03 个百分点。公司债务负担较重。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务较上年底略有下降，债务结构仍以长期债务为主，各项债务指标较 2021 年底变化不大。若将永续债计入长期债务，公司债务负担进一步加重。

公司于 2022 年 4－12 月、2023 年和 2024 年到期的债务分别为 45.82 亿元、102.22 亿元和 75.75 亿元，未来面临较大的集中偿付压力。

4. 盈利能力

受土地出让收入下降影响，2021 年公司营业收入有所下降，加之商品房开发成本、资产减值损失和财务费用增加共同影响，公司利润总额大幅下降，各项盈利指标较上年均有所下降，公司整体盈利能力有所下滑。

表 9　公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
营业收入	71.56	67.88	7.15
营业成本	52.12	57.72	6.02
费用总额	4.36	6.09	0.80
投资收益	2.79	2.69	0.00
利润总额	16.69	1.11	-0.03
营业利润率	25.35	11.89	10.44
总资本收益率	2.10	0.48	--
净资产收益率	4.74	0.34	--

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下降影响，2021年，公司实现营业收入较上年下降5.14%至67.88亿元；营业成本较上年增长10.74%至57.72亿元，主要系商品房开发成本增加所致。

2021年，公司费用总额较上年增长39.82%，主要系财务费用增加所致。其中，公司财务费用2.69亿元，较上年增长222.99%，主要系汇兑收益规模下降所致。公司期间费用率为8.97%。

2021年，公司投资收益2.69亿元，较上年下降3.61%，变动不大，主要为金融板块的投资收益和地产项目公司的投资收益。公司资产减值损失3.94亿元主要为济南恒大西区置业有限公司计提的长期股权投资减值损失2.83亿元、济南

恒大西区置业有限公司计提的长期股权投资减值准备0.26亿元、济南西进世达投资管理中心（有限合伙）计提的长期股权投资减值准备0.50亿元、济南西进世奇投资管理中心（有限合伙）计提的长期股权投资减值准备0.45亿元等。

2021年，公司实现利润总额1.11亿元，较上年下降15.58亿元，主要系公司收入下降、成本和财务费用增加及当年发生资产减值损失综合所致。

从盈利指标看，2021年，公司营业利润率、净资产收益率和总资本收益率较上年均有所下降。公司盈利能力有所下滑。

2022年1－3月，公司实现营业收入7.15亿元，营业利润率为10.44%，利润总额-0.03亿元。

5. 现金流分析

2021年公司经营活动现金净流出规模有所扩大，收入实现质量明显提升；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 10　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1－3 月
经营活动现金流入小计	63.85	118.68	34.60
经营活动现金流出小计	77.86	167.91	29.94
经营活动现金流量净额	**-14.00**	**-49.23**	**4.66**
投资活动现金流入小计	25.66	17.61	2.87
投资活动现金流出小计	28.69	19.10	5.58
投资活动现金流量净额	**-3.03**	**-1.49**	**-2.71**
筹资活动现金流入小计	169.51	220.32	2.50
筹资活动现金流出小计	169.67	175.22	7.14
筹资活动现金流量净额	**-0.16**	**45.10**	**-4.64**
现金收入比	50.86	83.27	92.07

资料来源：公司财务报告

经营活动方面，2021 年，公司经营活动现金流入量较上年增长 85.87%。其中，销售商品、提供劳务收到的现金 56.52 亿元，主要系为业务回款和往来款流入，现金收入比大幅提升，当年收入实现质量明显改善；公司经营活动现金流出主要为项目投入和往来款流出。公司经营活动现金净流出规模进一步扩大。

投资活动方面，2021 年，公司投资活动现金流入较上年下降 31.38%，主要为出售中泰证券股票、取得中泰证券和齐鲁银行及其他投资收益和与济南市小清河开发建设投资有限公司（以下简称“小清河公司”）往来款（计入“收到其他与投资活动有关的现金”）。投资活动现金流出 19.10 亿元，主要为项目投入和公司与小清河公司往来款。当年，公司投资活动现金小幅净流出。

筹资活动方面，2021 年，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金（21.88 亿元）和收到其他与筹资活动有关的现金（198.43 亿元，主要为公司与股东往来借款）。同期，公司筹资活动现金流出以偿还债务支付的现金和支付其他与筹资活动有关的现金（主要为公司与股东往来款等）为主。未来，随着在建项目的持续推进，公司外部融资需求仍较大。

2022 年 1－3 月，公司经营活动净流入 4.66 亿元，投资活动现金净流出 2.71 亿元，筹资活动现金净流出 4.64 亿元。

6. 偿债能力指标

公司短期偿债能力指标表现较弱，长期偿债能力指标弱，或有负债风险可控，间接融资渠道畅通。

从短期偿债能力指标看，2021 年底，公司流动比率及速动比率较上年底均有所下降。2022 年 3 月底公司流动比率及速动比率较上年底进一步下降。2021 年底和 2022 年 3 月底，公司现金短期债务比分别为 0.73 倍和 0.43 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，2021 年，公司 EBITDA 为 4.89 亿元，较上年下降 77.05%。从构成看，公司 EBITDA 主要由计入财务费用的利息支出（占 57.08%）和利润总额（占 22.63%）构成。公司 EBITDA 利息倍数由上年的 0.94 倍下降至 0.17 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度弱。公司全部债务/EBITDA 由上年的 25.35 倍增长

至 98.53 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度弱。　　整体看，公司长期偿债能力指标弱。

表 11　公司偿债能力指标

项目	2020 年（底）	2021 年（底）	2022 年 3 月（底）
短期偿债能力指标			
流动比率（%）	193.26	146.61	134.64
速动比率（%）	35.87	24.40	21.28
现金短期债务比（倍）	0.48	0.73	0.43
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数（倍）	0.94	0.17	--
全部债务/EBITDA（倍）	25.35	98.53	--

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2021 年底，公司共获得国内各家银行授信额度 240.52 亿元，剩余额度为 73.80 亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至 2021 年底，公司对外担保余额 19.25 亿元，担保比率为 5.72%；担保对象主要为股东及关联方等国有企业，目前经营正常。总体看，公司或有负债风险相对可控。

7. 母公司财务分析

公司各项业务主要由母公司承担，资产、负债等主要集中在母公司；母公司债务负担适中，但存在较大的短期偿付压力。

截至2021年底，母公司资产总额1012.18亿元，较上年底增长5.63%。其中，流动资产474.74亿元，非流动资产537.43亿元。母公司货币资金为7.55亿元。

截至2021年底，母公司所有者权益为313.78亿元，较上年底增长1.25%。在所有者权益中，实收资本为50.00亿元、资本公积113.93亿元、未分配利润124.28亿元、盈余公积10.08亿元，母公司未分配利润规模较大，所有者权益稳定性一般。

截至2021年底，母公司负债总额698.40亿元，较上年底增长7.72%。母公司全部债务240.89亿元，全部债务资本化比率43.43%，母公司债务负担适中。

2021年，母公司营业收入为26.66亿元，利润总额为4.93亿元。同期，母公司投资收益为2.82亿元。

截至2022年3月底，母公司资产总额1041.74亿元，所有者权益为314.01亿元，负债总额727.73亿元；母公司资产负债率69.86%；全部债务251.08亿元，全部债务资本化比率44.43%，现金短期债务比为0.10倍，存在较大短期偿债压力。2022年1－3月，母公司营业收入0.51亿元，利润总额0.23亿元。

十、存续债券偿债能力分析

截至报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券 46.00 亿元，公司存续期永续债 17 济西城投 MTN002 金额 5.00 亿元。若考虑永续债，公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对长期债务的保障能力仍弱。

表 12　公司永续债券偿还能力指标

项目	2021 年
长期债务*（亿元）	447.44
经营活动现金流入量/长期债务（倍）	0.27
经营活动现金流量净额/长期债务（倍）	-0.11
长期债务/EBITDA（倍）	91.50

注：上表中的长期债务为将永续债计入后的金额
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十一、外部支持

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

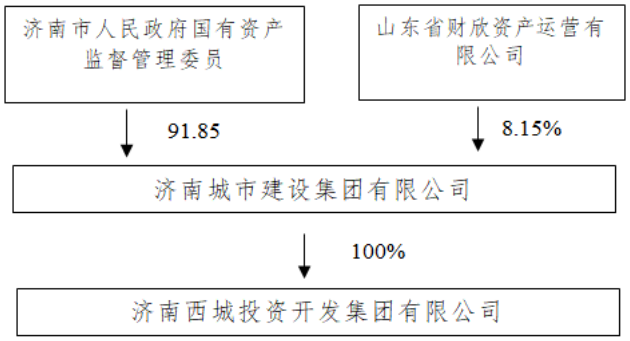
知》（济政办发〔2015〕8 号），通知对土地整理收益分配进行调整，“未来市级与各投资融资平台按照市级国有土地出让收入的 2:8 比例分成”。2021 年，公司收到济南市财政局出地出让回款 14.02 亿元。

财政补贴方面，2021 年，公司获得政府补贴 0.07 亿元。

十二、结论

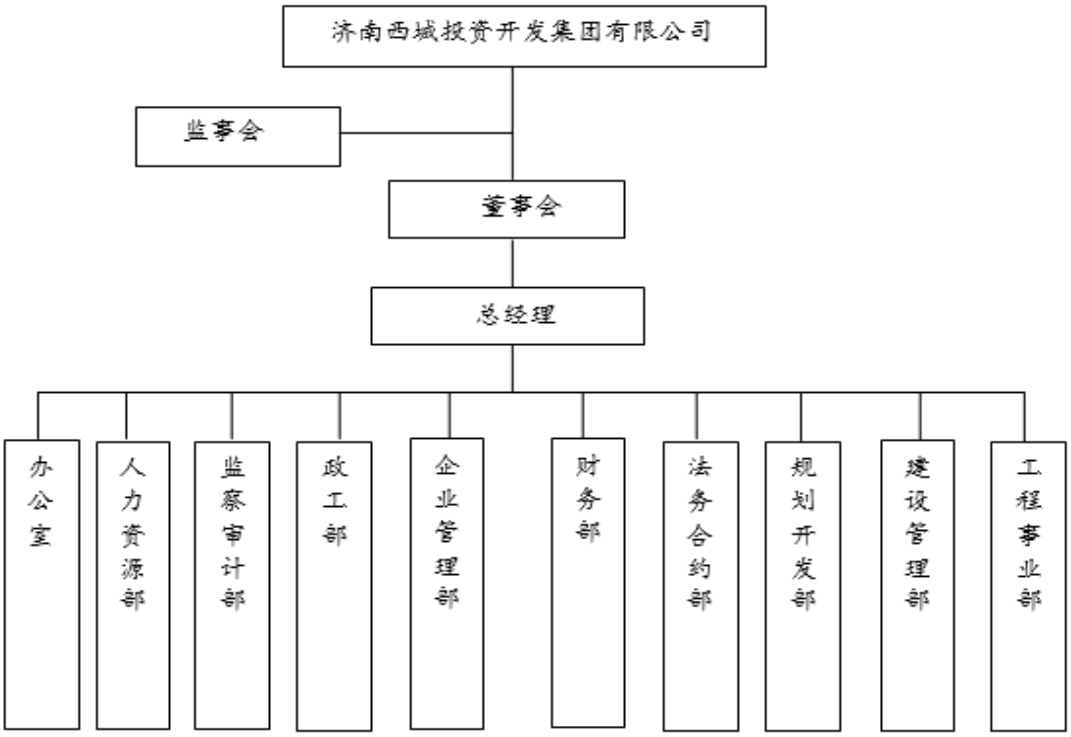
综合分析，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“17 济西城投 MTN002”和“18 济西投债/18 济西投”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2022 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 2022 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 2022 年 3 月底公司一级子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例(%)	取得方式
济南西城置业有限公司	200000.00	100.00	投资设立
济南玉符河建设管理有限公司	24000.00	58.33	非同一控制下企业合并
济南滨湖地产有限公司	1000.00	100.00	同一控制下企业合并
济南西部旅游开发有限公司	2000.00	60.00	投资设立
济南西城石化有限公司	3000.00	51.00	投资设立
济南西城投资发展有限公司	330000.00	100.00	投资设立
金龄健康产业投资（山东）有限公司	10000.00	100.00	投资设立
济南西客站交通运输有限公司	52870.15	100.00	非同一控制下企业合并
山东西进融资担保有限公司	100000.00	100.00	投资设立
济南四季村宾馆	50.00	100.00	政府划拨
华谊兄弟（济南）电影城投资开发有限公司	100000.00	90.00	投资设立
济南慧融商业运营管理有限公司	1000.00	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	1000.00	100.00	非同一控制下

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	58.44	31.43	28.45	26.26
资产总额(亿元)	1066.64	1112.23	1207.59	1208.64
所有者权益(亿元)	318.41	346.37	336.81	333.65
短期债务(亿元)	79.23	65.16	39.14	60.39
长期债务(亿元)	506.56	474.64	442.44	417.49
全部债务(亿元)	585.78	539.81	481.57	477.88
营业收入(亿元)	27.85	71.56	67.88	7.15
利润总额(亿元)	10.70	16.69	1.11	-0.03
EBITDA(亿元)	15.92	21.29	4.89	--
经营性净现金流(亿元)	-4.69	-14.00	-49.23	4.66
财务指标				
现金收入比(%)	164.31	50.86	83.27	92.07
营业利润率(%)	39.79	25.35	11.89	10.44
总资本收益率(%)	1.50	2.10	0.48	--
净资产收益率(%)	3.33	4.74	0.34	--
长期债务资本化比率(%)	61.40	57.81	56.78	55.58
全部债务资本化比率(%)	64.79	60.91	58.84	58.89
资产负债率(%)	70.15	68.86	72.11	72.39
流动比率(%)	219.47	193.26	146.61	134.64
速动比率(%)	50.98	35.87	24.40	21.28
经营现金流动负债比(%)	-2.00	-5.06	-11.89	--
现金短期债务比(倍)	0.74	0.48	0.73	0.43
EBITDA 利息倍数(倍)	0.53	0.94	0.17	--
全部债务/EBITDA(倍)	36.79	25.35	98.53	--

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. 2022 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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.21	6.93	7.58	5.44
资产总额(亿元)	917.06	958.22	1012.18	1041.74
所有者权益(亿元)	305.91	309.90	313.78	314.01
短期债务(亿元)	50.86	43.20	29.46	52.91
长期债务(亿元)	207.82	218.18	211.43	198.17
全部债务(亿元)	258.68	261.38	240.89	251.08
营业收入(亿元)	20.62	52.48	26.66	0.51
利润总额(亿元)	14.57	18.38	4.93	0.23
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-7.02	-9.03	-1.96	5.55
财务指标				
现金收入比(%)	59.71	27.73	81.36	21.07
营业利润率(%)	52.08	30.82	15.58	57.06
总资本收益率(%)	2.58	3.22	0.90	--
净资产收益率(%)	4.76	5.93	1.58	--
长期债务资本化比率(%)	40.45	41.32	40.26	38.69
全部债务资本化比率(%)	45.82	45.75	43.43	44.43
资产负债率(%)	66.64	67.66	69.00	69.86
流动比率(倍)	255.97	242.94	186.41	158.61
速动比率(倍)	166.20	115.61	96.36	84.28
经营现金流动负债比(%)	-4.28	-4.89	-0.77	--
现金短期债务比(倍)	0.65	0.16	0.26	0.10
EBTIDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：1. 2022 年 1－3 月财务数据未经审计；2. 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	
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/短期投资+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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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　评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持