

济南西城投资开发集团有限公司

2024 年跟踪评级报告

联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.

专业 | 尽责 | 真诚 | 服务

信用评级公告

联合〔2024〕4734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，确定维持“18 济西投债/18 济西投”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

评级总监：

二〇二四年六月二十五日

声 明

一、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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、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，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。

三、本报告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。

四、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。

五、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。

六、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。

七、本报告所列示的主体评级及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。

八、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。

九、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。



济南西城投资开发有限公司 2024 年跟踪评级报告

项 目	本次评级结果	上次评级结果	本次评级时间
济南西城投资开发有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2024/06/25
18 济西投债/18 济西投	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，济南西城投资开发有限公司（以下简称“公司”）仍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，在西部新城基础设施建设领域区域专营优势显著。济南市作为山东省省会，2023 年，新旧动能转换加快推进，GDP 和一般公共预算收入排名全省前列，公司外部发展环境良好。跟踪期内，公司仍主要负责商品房销售、土地开发整理和租赁及物业服务等业务；土地开发整理业务持续性良好，较大规模的待出让土地为公司未来收入形成较好支撑，但土地出让收入及回款情况受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大；房地产开发项目待售面积较大，部分商业地产项目存在一定的去化压力，公司面临一定的资金支出压力；随着运营物业面积及出租率的提升，公司租赁及物业服务收入大幅增长，毛利率水平高。公司资产构成以地产项目开发成本及土地整理成本、投资性房地产等为主，资产变现受土地出让政策和房地产市场行情影响较大，公司资产质量一般；有息债务规模有所下降，整体债务负担仍较重；公司利润主要为经营所得，整体盈利能力较强；公司短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现较弱。公司或有负债风险可控，间接融资渠道较为畅通。2024 年 6 月，公司根据股东安排无偿划出 5 家子公司，预计未来公司商品房销售收入将较大幅减少，并不再从事成品油销售业务，联合资信将对相关资产划出给公司经营发展带来的影响保持关注。

个体调整：无。

外部支持调整：跟踪期内，公司在政府置换债券拨付以及财政补贴方面继续获得有力的外部支持。

评级展望

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，公司各项业务有望保持稳定。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：公司业务范围和区域范围缩小，职能定位下降。公司核心资产划出，政府支持程度减弱。区域再融资环境恶化。

优势

- **外部发展环境良好。**济南市作为山东省省会，2023 年，新旧动能转换加快推进，形成了以大数据与新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康为主导的四大产业，GDP 和一般公共预算收入分别为 12757.4 亿元和 1060.82 亿元，在山东省 16 个地级市中均排名第 2，公司外部发展环境良好。
- **区域专营优势显著。**公司作为济南市西部新城投资及建设的核心主体，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。
- **持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在政府置换债券拨付以及财政补贴方面继续获得有力的外部支持。截至 2023 年底，公司获得政府拨付的置换债券资金余额为 177.25 亿元。

关注

- **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。
- **土地出让收入及回款情况受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大，商业地产项目存在一定的去化压力。**公司土地开发整理业务尚需投入规模仍较大，业务持续性良好，较大规模的待出让土地为公司未来收入形成较好支撑，但公司土地出让收入及回款情况受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大。此外，公司房地产开发项目待售面积较大，销售情况受房地产政策及市场行情影响较大，部分商业地产项目销售进度较慢，未来将转为租赁为主，存在一定的去化压力。
- **无偿划出 5 家子公司。**2024 年 6 月，公司根据股东安排无偿划出 5 家子公司，预计未来公司商品房销售收入将较大幅减少，并不再从事成品油销售业务，联合资信将对相关资产划出给公司经营发展带来的影响保持关注。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208
评级模型	城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208

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

本次评级打分表及结果

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	2
			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	3
			现金流量	3
		资本结构		3
		偿债能力		5
指示评级				a ⁻
个体调整因素：无				--
个体信用等级				a ⁻
外部支持调整因素：政府支持				+6
评级结果				AAA

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

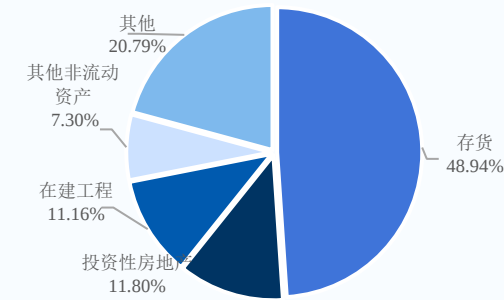
主要财务数据

合并口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	28.45	37.84	28.90	28.75
资产总额（亿元）	1207.59	1294.90	1357.13	1377.59
所有者权益（亿元）	336.81	325.86	330.85	331.44
短期债务（亿元）	39.14	69.86	61.39	29.55
长期债务（亿元）	442.44	391.37	353.91	352.11
全部债务（亿元）	481.57	461.23	415.30	381.66
营业总收入（亿元）	67.88	42.53	47.28	7.46
利润总额（亿元）	1.11	5.80	5.58	0.47
EBITDA（亿元）	4.89	8.81	9.70	--
经营性净现金流（亿元）	-49.23	-38.31	-23.44	32.37
营业利润率（%）	11.89	21.04	21.96	17.37
净资产收益率（%）	0.34	1.51	1.49	--
资产负债率（%）	72.10	74.83	75.62	75.94
全部债务资本化比率（%）	58.84	58.60	55.66	53.52
流动比率（%）	146.61	141.48	126.41	125.02
经营现金流动负债比（%）	-11.89	-6.72	-3.53	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.54	0.47	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	0.17	0.65	0.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	98.53	52.33	42.80	--
公司本部口径				
项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	1012.18	1081.61	1155.29	1183.54
所有者权益（亿元）	313.78	311.67	317.09	317.56
全部债务（亿元）	240.89	441.29	396.03	366.85
营业总收入（亿元）	26.66	15.53	13.58	0.81
利润总额（亿元）	4.93	5.79	5.81	0.54
资产负债率（%）	69.00	71.18	72.55	73.17
全部债务资本化比率（%）	43.43	58.61	55.53	53.60
流动比率（%）	186.41	181.62	151.34	147.00
经营现金流动负债比（%）	-0.77	-4.76	-3.35	--

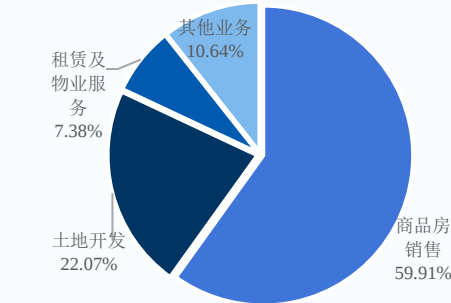
注：1. 2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数；2. 公司 2024 年一季度财务数据未经审计；3. 本报告合并口径已将其他流动负债中的付息项纳入短期债务核算，将长期应付款和其他非流动负债中付息项调整至长期债务核算；4. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；5. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度财务数据及公司提供资料整理

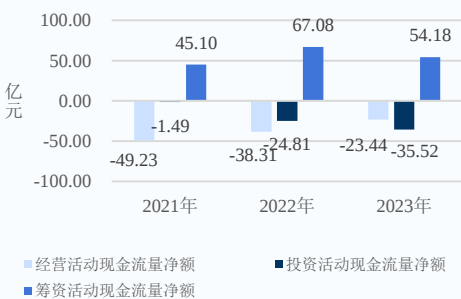
2023 年底公司资产构成



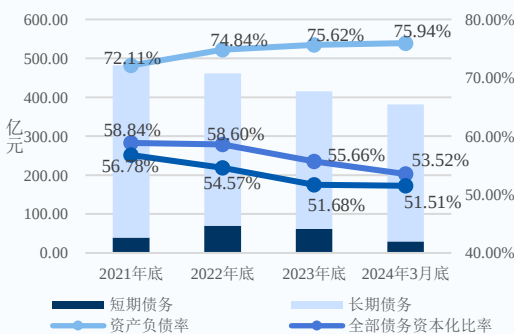
2023 年公司营业总收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2024 年 3 月末公司债务情况



跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	到期兑付日	特殊条款
18 济西投债/18 济西投	33.00	33.00	2028/12/18	回售,调整票面利率

注：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

资料来源：联合资信整理

评级历史

债项简称	债项评级结果	主体评级结果	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	AAA/稳定	AAA/稳定	2023/06/25	张婧茜 张宁	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208	阅读全文
					城市基础设施投资企业主体信用评级模型（打分表） V4.0.202208	
18 济西投债/18 济西投	AAA/稳定	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）	阅读全文
					城投行业企业主体信用评级模型（2016 年）	

注：上述评级方法/模型通过链接可查询

资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：张婷婷 zhangtt@lhratings.com

项目组成员：刘 婧 liuqiang@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，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“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

跟踪期内，公司注册资本、实收资本、股权结构和实际控制人未发生变化。截至 2024 年 3 月底，公司注册资本和实收资本均为 50.00 亿元，唯一股东为济南城市建设集团有限公司（以下简称“济南城建”），实际控制人为济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）。

跟踪期内，公司职能定位和主营业务未发生变化，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 2023 年底，公司重要子公司 39 家；公司本部设企业管理部、财务部、法务合同部、规划开发部、建设管理部等职能部门。

截至 2023 年底，公司资产总额 1357.13 亿元，所有者权益 330.85 亿元（含少数股东权益 11.28 亿元）；2023 年，公司实现营业总收入 47.28 亿元，利润总额 5.58 亿元。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额 1377.59 亿元，所有者权益 331.44 亿元（含少数股东权益 11.33 亿元）；2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.46 亿元，利润总额 0.47 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区转山西路 2 号济南建设大厦 36 层；法定代表人：史海成。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 5 月底，联合资信所评公司存续债券为“18 济西投债/18 济西投”，债券余额合计 33.00 亿元（详见图表 1）。跟踪期内，“18 济西投债/18 济西投”已按时付息。

图表 1 • 截至报告出具日公司由联合资信评级的存续债券概况

债券简称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限（年）
18 济西投债/18 济西投	33.00	33.00	2018/12/18	10（5+5）

资料来源：公司提供

四、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5%左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望二、三季度，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察（2024 年一季度报）](#)》。

五、行业及区域环境分析

1 行业分析

城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，行业发展受到各级政府高度重视。城投企业是城市基础设施建设的重要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2023 年以来，化解地方政府债务风险的紧迫性有所上升，中央政治局会议提出“要有效防范化解地方债务风险，制定实施“一揽子化债方案”。一揽子化债方案有效缓释了地方政府短期债务风险，同时有助于建立防范化解地方政府债务风险长效机制和同高质量发展相适应的政府债务管理机制。在此背景下，全口径地方债务监测监管体系将逐步完善，不同地区实施差异化的化债策略，城投企业实施分类管理。整体上，城投企业债务管控趋严，新增融资难度加大。

2024 年，积极的财政政策适度加力，新型城镇化积极推进，城投企业作为新型城镇化建设的重要载体，有望持续获得地方政府的支持。城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但考虑到地方政府财政收支在较长时间内处于紧平衡状态、短期内土地市场复苏可能性较低、2024 年城投债到期兑付压力持续加大、不同地区化债手段及化债进程分化、不同类型债务偿付安全性存在差异等因素，仍需重点关注政府债务负担重、负面舆情频发等区域，以及行政层级低、债券非标融资占比高、短期偿债压力大等尾部城投企业的信用风险。完整版城市基础设施建设行业分析详见《2024 年城市基础设施建设行业分析》。

2 区域环境分析

济南市作为山东省省会，GDP 和一般公共预算收入排名全省前列。2023 年，济南市经济稳定增长，新旧动能转换加快推进，整体财政实力非常强。

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 2023 年底，济南市常住人口 943.7 万人，比上年底增长 0.2%；常住人口城镇化率为 75.3%，比上年底提高 1.0 个百分点。

济南市以大数据与新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康为四大主导产业。2023 年，济南市新旧动能转换加快推进，“四新”经济增加值达到 5160.5 亿元，占 GDP 比重 40.5%，比上年提高 1.6 个百分点。“四新”经济投资比上年增长 27.4%，增速高于全市平均 25.3 个百分点，占全市投资比重 50.6%。高技术产业投资增长 16.6%，占全市投资比重 9.1%，拉动全市投资增长 1.3 个百分点。工业技改投资增长 12.4%。规模以上高技术制造业实现增加值增长 6.1%，拉动规模以上工业增长 1.3 个百分点。现代服务业实现增加值 4809.1 亿元，同比增长 4.4%，占服务业增加值比重 60.0%。

图表 2 • 济南市主要经济指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
GDP（亿元）	11432.22	12027.50	12757.4
GDP 增速（%）	7.2	3.1	6.1
固定资产投资增速（%）	11.50	3.80	2.1
三产结构	3.6:34.7:61.7	3.5:34.8:61.7	3.4:33.8:62.8
人均 GDP（万元）	12.25	12.77	13.52

注：“/”表示数据未获取；人均 GDP=当年 GDP/当年末常住人口
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据济南市国民经济和社会发展统计公报，2021—2023 年，济南市地区生产总值持续增长，增速波动下降。2023 年，济南市 GDP 在山东省排名第 2 位，人均 GDP 处于上游水平。产业结构方面，济南市产业结构呈现“三二一”发展格局，第三产业占比较高。固定资产投资方面，2021—2023 年，济南市固定资产投资保持增长，但增速（不含农户）有所放缓，其中 2023 年，基础设施投资同比增长 49.1%；房地产开发投资同比下降 19.7%。

图表 3 • 济南市主要财政指标

项目	2021 年	2022 年	2023 年
一般公共预算收入（亿元）	1007.61	1001.14	1060.82
一般公共预算收入增速（%）	11.21	8.1	6.0
税收收入（亿元）	776.48	690.31	797.93
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	77.06	69.02	75.22
一般公共预算支出（亿元）	1292.71	1225.57	1365.29
财政自给率（%）	77.95	81.69	77.70
政府性基金收入（亿元）	1060.29	555.85	520.76
地方政府债务余额（亿元）	2119.50	2661.09	3180.43

资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据济南市财政决算报告及财政预算执行情况报告，2021—2023 年，济南市一般公共预算收入波动增长，2023 年，济南市一般公共预算收入在山东省排名第 2 位。2021—2023 年，税收收入波动增长，一般公共预算收入质量较好。同期，济南市一般公共预算支出波动增长，财政自给能力较强。同期，受土地市场行情影响，济南市政府性基金收入持续下降。截至 2023 年底，济南市政府债务余额 3180.43 亿元，济南市政府债务负担较重。

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疏解。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

1 企业规模和竞争力

跟踪期内，公司职能定位未发生变化，作为济南城建的重要子公司，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，根据《济南市人民政府关于印发整合调整市级投融资平台推进市属经营性国有资产统一监管实施方案的通知》（济政字〔2017〕31 号），济南市人民政府对济南市国有企业进行整合，组建六大市级国有企业，包括济南城建、济南城市投资集团有限公司（以下简称“济南城投”）、济南产业发展投资集团有限公司、济南轨道交通集团有限公司（以下简称“济南轨交”）、济南金融控股集团有限公司和济南文旅发展集团有限公司。此外，2020 年济南市人民政府又组建了济南能源集团有限公司、济南城市发展集团有限公司（以下简称“济南城发”）、济南融资担保集团有限公司和济南市财政投资基金控股集团有限公司。公司作为济南城建的重要子公司，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，在西部新城基础设施建设领域区域专营优势显著。

图表 4 • 济南市主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
济南城建	济南市国资委	主要负责西部新城、滨河新区和小清河片区的土地整理业务以及新旧动能转换起步区等济南市重大基础设施建设工作	3684.57	1001.72	360.36	10.64	72.81%
公司	济南城建	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	1357.13	330.85	47.28	5.58	75.62%
济南轨交	济南市	作为济南市轨道交通投资建设的唯一主体，主要负责轨道交通	2484.64	710.86	97.91	6.72	71.39%

	国资委	规划建设，围绕轨道经济和后续项目融资需求，负责相关融资工作					
济南城投	济南市国资委	主要负责雪山片区、济钢片区、国际医学科学中心片区和马山片区等片区的土地开发整理及棚改旧改安置房建设等项目	2349.81	647.23	156.34	57.44	72.46%
济南城发	济南市国资委	统筹承接市级土地储备一级开发任务，开展土地熟化、土地综合整治、投融资等业务	/	/	/	/	/

注：上述公司按资产总额降序排列
资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 信用记录

跟踪期内，公司本部无不良信贷记录，联合资信未发现公司本部及重要子公司存在重大失信行为。

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 2024 年 6 月 12 日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在债券市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部有严重失信行为、曾被列入全国失信被执行人名单、在证券期货市场有严重违法失信行为、有重大税收违法失信行为以及有被行政处罚的行为。

（二）管理水平

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度方面均未发生重大变化。2024 年 6 月，经公司股东决定，任命许为民为公司董事长，任命杨峰为公司总经理、董事，公司其他高级管理人员未发生重大变动。

（三）重大事项

公司根据控股股东济南城建安排无偿划出 5 家子公司，联合资信将对相关资产划出给公司经营发展带来的影响保持关注。

2024 年 6 月，根据公司发布的《济南西城投资开发集团有限公司关于资产无偿划转的公告》，公司根据控股股东济南城建优化资产配置要求，拟将公司持有的山东西进融资担保有限公司等共计 5 家子公司股权无偿划转至山东同舟产业控股集团有限公司（济南城建于 2024 年 3 月成立的全资子公司）。上述划出子公司情况及对公司主要财务数据影响如下表所示。

图表 5• 本次资产划出子公司对公司 2023 年（底）财务报表数据影响（单位：万元）

公司名称	主要经营范围	2023 年末/度财务数据			
		总资产	净资产	营业收入	净利润
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，信用证担保等	16209.13	15180.20	107.08	627.27
金龄健康产业投资（山东）有限公司	以自有资金从事投资活动；养老服务；康复辅具适配服务；第一类医疗器械销售；第二类医疗器械销售等	65120.46	-7095.73	1731.51	-2640.60
济南西城投资发展有限公司	以自有资金从事投资活动；融资咨询服务；机械设备租赁；停车场服务；物业管理；非居住房地产租赁等	1683491.97	319339.73	155499.74	12800.59
济南瑞源智能城市开发有限公司	建设工程施工；建设工程设计；施工专业作业；建筑智能化系统设计；计算机信息系统安全专用产品销售等	12052.33	4259.50	10905.78	809.47
济南西城石化有限公司	润滑油、润滑脂、化工产品（不含危险化学品）、针纺织品、日用百货、汽车用品及饰品、石油添加剂（燃油宝）等	10911.84	6308.99	28472.69	610.60
关联方往来抵消等	--	-935396.10	-418.97	-4194.09	-418.97
合计	--	852389.63	337573.72	192522.71	11788.36
占公司合并口径的比例（%）	--	6.28%	10.20%	40.72%	23.84%

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

根据公司及各标的资产 2023 年末/度财务数据模拟初步测算，本次资产无偿划转事项将使得公司总资产减少 6.28%，净资产减少 10.20%，营业收入减少 40.72%，净利润减少 23.84%。其中，济南西城投资发展有限公司（以下简称“西城投资”）是公司房地产开发板块的重要子公司之一，其划出将对公司房屋销售收入产生较大影响；济南西城石化有限公司（以下简称“西城石化”）是公司成品油销售业务的主要运营主体，其划出后，未来公司将不再从事成品油销售业务。截至评级报告出具日，上述资产无偿划转事项尚未完成工商登记变更手续。联合资信将对相关资产划出给公司经营发展带来的影响保持关注。

（四）经营方面

1 业务经营分析

2023 年，公司营业总收入仍主要来自商品房销售、土地开发整理和租赁及物业服务业务。2023 年，公司实现营业总收入同比增长 11.17%，收入增长主要来自于土地开发整理业务；同期，公司综合毛利率小幅上升。公司其他业务包括成品油销售、工程施工、委托运营等，收入规模相对较小。

2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.46 亿元，相当于 2023 年全年的 15.78%，综合毛利率有所下降。

图表 6• 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年 1—3 月		
	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）	收入	占比（%）	毛利率（%）
商品房销售	29.01	68.22	20.27	28.33	59.91	20.17	5.71	76.48	12.98
土地开发	7.80	18.33	54.71	10.44	22.07	40.71	0.00	0.00	0.00
租赁及物业服务	2.52	5.92	45.01	3.49	7.38	82.68	0.86	11.57	87.67
其他业务	3.20	7.53	20.90	5.03	10.64	20.56	0.89	11.95	27.03
合计	42.53	100.00	28.10	47.28	100.00	29.36	7.46	100.00	23.30

资料来源：联合资信根据公司审计报告及公司提供资料整理

（1）土地开发整理业务

跟踪期内，公司土地整理熟化业务模式未发生变化，公司尚需投入规模仍较大，业务持续性良好，较大规模的待出让土地为公司未来收入形成较好支撑，但公司土地出让收入及回款情况受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大。

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。业务模式方面，公司经济南市人民政府授权对区域进行征地拆迁及前期整治，使其达到“五通一平”或“七通一平”的建设状态，资金主要来自于公司自筹。济南市土地储备中心在公司完成整理后收储土地并根据城建规划和土地市场情况择机公开出让。在土地出让后，济南市土地储备中心按土地出让金（扣除相关税费及 10%统筹重大基础设施建设专项资金后）的 80%为上限向济南市财政局申请财政预算拨款，济南市财政局据此向公司拨款平衡前期整理成本。

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，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。2023 年，公司主要移交地块面积较上年略有上升，土地出让收入同比增长 33.88%。

图表 7• 公司主要土地开发整理移交情况

时间	地块名称	移交面积 (亩)	确认收入金额 (万元)	已回款金额 (万元)
2022 年度	青岛路以北、滨洲路以西地块 A-1	47.92	33791.52	33791.52
	西客站片区安置一区九-3 医疗地块南地块 3	7.68	1365.57	1365.57
	大庙屯片区二环南路以北，拥军路以东剩余 A-9-1 地块	112.52	39054.88	39054.88
	合计	168.12	74211.97	74211.97
2023 年	大庙屯片区二环南路以北，拥军路以东剩余 A-9-2 地块	14.21	4928.42	4928.42
	大学科技园片区山东广电大学城广播电视与 5G 一体化机房项目地块	5.03	305.76	--
	西客站片区烟台路以南，二环西路以西张刘片区 A2 地块	18.33	8661.59	--
	西客站片区青岛路以南、淄博路东西两侧用地 A-1、A-2 地块	136.66	85039.74	--
	合计	174.23	98935.51	4928.42

注：1. 表中所列为公司出让的主要地块情况，另有出让其他零散地块规模较小，未列示于上表，因此表中确认收入金额小于当年土地开发收入规模；2. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司在整理的西客站片区和大学科技园片区土地计划总投资 1322.00 亿元，待投资规模 285.28 亿元；尚未出让土地面积约 5.41 万亩，较大规模的待出让土地可为公司未来收入形成较好支撑。

图表 8• 截至 2024 年 3 月底公司主要在建土地开发整理项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	整理面积	计划整理周期	计划总投资	已完成投资	已成交面积	已回款金额
西客站片区	34030.00	2013-2026 年	945.75	821.07	12379.99	569.69
大学科技园片区	40078.00	2013-2026 年	376.25	215.65	7595.03	92.40
合计	74108.00	--	1322.00	1036.72	19975.02	662.09

资料来源：公司提供

（2）房屋销售业务

公司房地产开发项目待售规模较大，销售情况受房地产政策及市场行情影响较大，部分商业地产项目存在一定的去化压力；在建房地产开发项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。2024 年，随着相关子公司划出，预计未来商品房销售收入将较大幅减少。

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）、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，以下简称“西城置业”）和原子公司西城投资。

2023 年，公司商品房销售收入较上年基本保持稳定。截至 2024 年 3 月底，公司已完工在售的房地产开发项目总投资 225.33 亿元，总开发面积 281.05 万平方米，已销售金额 124.81 亿元。其中，印象济南、汇金国际、滨河商务中心项目等部分商业项目销售进度较慢，未来将以租赁为主；水利厅项目、柏然公馆部分用于长期租赁住房；善能大厦 B 座 18 层以下自持，均不再对外销售；此外，蓝天绿园住宅项目、宜家西 B 商业类项目已完工均尚未销售。未来公司房地产项目整体销售及去化情况有待关注。

图表 9• 截至 2024 年 3 月底公司已完工在售房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	类型	建筑面积	已投资	已销售金额	销售进度
西元大厦项目	商业	5.50	4.60	2.89	94.75
济水上苑项目（南区）	住宅	39.00	26.00	24.34	97.87
蓝天绿园	住宅	12.30	8.78	--	--
印象济南	商业	28.00	25.00	--	--
西城·西进时代中心三地块	商业	19.80	17.70	14.85	86.23
汇金国际	商业	9.40	8.78	--	--
滨河商务中心项目	商业	20.23	19.71	--	--
济水上苑北区一二期	住宅	37.30	25.00	32.81	95.21
柏然公馆	商业	8.00	5.40	1.39	83.83
善能大厦 A 座	商业	7.55	5.60	4.23	85.64

善能大厦 B 座	商业	10.62	8.64	1.39	50.32
黄金国际广场	商业	16.30	21.78	--	--
天风云墅一期	住宅	15.24	10.63	12.47	90.53
济水别苑一期	住宅	14.30	9.39	11.80	98.62
济水别苑二期	住宅	9.35	6.26	7.00	94.36
紫薇阁山庄（改造）	住宅	15.24	12.76	11.64	83.02
水利厅项目	商业/公租房	8.70	5.33	--	--
宜家西 B	商业	4.22	3.97	--	--
合计	-	281.05	225.33	124.81	--

注：1、已完工房地产项目有一部分用于销售，有一部分用于租赁，销售进度指的是已销售面积占该项目用于销售部分的比例；2、尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司在建房地产开发项目总开发面积 290.35 万平方米，计划总投资 261.98 亿元，已投资 196.28 亿元，主要位于济南市，以住宅类为主，尚需投资规模较大；部分在建项目已启动预售，累计已销售金额 106.98 亿元。截至 2023 年底，公司存货中储备土地账面价值约 30.00 亿元，暂无拟建房地产开发项目。

2024 年 6 月，公司将西城投资划出合并范围，西城投资主要负责济南杨柳春风住宅项目的建设和销售工作，济南杨柳春风项目总投资 124.91 亿元、已投资 110.81 亿元、已销售 88.35 亿元，是公司近年来确认的商品房销售收入主要来源之一，未来公司商品房销售收入预计将下降较大。

图表 10 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建重点工程项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	业态类型	项目所在地	项目建设期	总开发面积	总投资	已投资额	已销售额	计划投资额	
								2024 年	2025 年
天风云墅二期	住宅	济南	2017-2023	20.99	15.80	15.80	10.37	--	--
济水学苑一期	住宅	济南	2019-2023	15.56	17.47	16.92	3.57	--	0.55
济水学苑二期	住宅/公租房	长清区	2021-2024	11.44	12.88	12.54	--	0.34	--
宜家西 C	商业	济南	2023-2026	22.23	16.61	5.03	--	2.19	3.15
安置二区三地块	公租房	济南	2021-2024	15.55	10.27	7.82	--	0.40	2.05
万融广场（泺口商业综合体）	商业	济南	2021-2025	15.16	11.91	4.51	--	1.57	2.85
康桥圣菲三期	住宅	长清区	2020-2024	2.46	7.46	7.46	1.29	0.48	--
济南杨柳春风	住宅	济南	2017-2025	139.26	124.91	110.81	88.35	4.15	3.40
威海春风海岸	住宅	威海	2019-2028	38.26	36.41	15.15	3.40	0.12	0.30
西进五	商业	济南	2023-2026	9.44	8.26	0.24	--	0.57	1.20
合计	--	--	--	290.35	261.98	196.28	106.98	9.82	13.50

注：部分项目建设期已结束，但是目前尚未完成竣工验收，仍作为在建房地产项目列示，但是已经完成投资，暂无进一步投资计划。部分项目虽已投资额已达到总投资额，但是后期预计还会有零星投资
 资料来源：公司提供

（3）租赁及物业服务业务

2023 年，随着公司运营物业面积及出租率的提升，公司租赁及物业服务收入较快增长，毛利率水平高，对营业总收入和利润形成一定补充。

公司租赁及物业管理业务委托济南城市建设集团资产运营管理有限公司进行运营。运营资产主要包括西城大厦（东广场南综合体）、西客站安置区、数娱广场、数娱广场、紫薇阁、大剧院、三馆、停车场等四十余个项目，资产面积超 180 万平方米，公司对外租赁及物业服务方包括中石油昆仑燃气有限公司山东分公司、济南金科西城房地产开发有限公司、济南弘阳商业管理有限公司、济南西成酒店管理咨询有限公司、山东国际会展管理运营有限公司等。2023 年，随着公司运营物业面积及出租率的提升，公司实现租赁及物业服务收入 3.49 亿元，较 2022 年增长 38.49%，毛利率水平高。

（4）其他业务

公司其他业务包括成品油销售、工程施工、委托运营等，预计未来收入将随着相关子公司划出而大幅减少。

公司其他业务包括成品油销售、工程施工、委托运营等，除了成品油销售收入规模较大外，其他业务种类较多但收入规模均较小。公司成品油销售业务主要由原子公司西城石化负责运营。截至 2023 年底，西城石化在营加油站 8 座（资产均为租赁，2023 年租金总额 1044 万元）。2023 年，公司实现成品油销售收入 2.80 亿元，毛利率为 18.24%。2024 年，随着西城石化的划出，公司未来将不再从事成品油销售业务。

2 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，采取自主经营与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部分商业服务设施开展高端商务合作和资产运营。

(五) 财务方面

公司提供了 2023 年合并财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2024 年一季报未经审计。

2023 年，公司合并范围变动的子公司规模较小；截至 2023 年底，公司纳入合并范围子公司共 39 家。因会计准则及其他法律法规修订，公司部分会计政策变更，对财务数据影响小；重要会计估计无变更。公司整体财务数据可比性较强。

1 主要财务数据变化

(1) 资产质量

跟踪期内，公司资产规模小幅增长，构成以地产项目开发成本及土地整理成本、投资性房地产等为主，资产变现受土地出让政策和房地产市场行情影响较大。公司资产质量一般。

截至 2023 年底，公司资产总额较上年底增长 4.81%，仍以流动资产为主。

图表 11 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	806.86	62.31	840.32	61.92	846.54	61.45
货币资金	31.90	2.46	28.10	2.07	25.33	1.84
应收账款	48.02	3.71	38.37	2.83	36.58	2.66
其他应收款（合计）	44.70	3.45	87.35	6.44	98.33	7.14
存货	657.82	50.80	664.24	48.94	664.86	48.26
非流动资产	488.04	37.69	516.81	38.08	531.05	38.55
其他权益工具投资	25.98	2.01	26.03	1.92	29.39	2.13
投资性房地产	154.76	11.95	160.17	11.80	170.54	12.38
在建工程（合计）	130.52	10.08	153.61	11.32	163.78	11.89
其他非流动资产	97.82	7.55	99.12	7.30	98.97	7.18
资产总额	1294.90	100.00	1357.13	100.00	1377.59	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季报整理

截至 2023 年底，公司货币资金较上年底有所下降，受限资金规模为 2.04 亿元，主要为预售监管资金、建筑劳务保证金等，受限比例为 7.26%。公司应收账款较上年底下降 20.09%，主要系收回部分应收济南市财政局的土地熟化款项所致，公司应收账款主要欠款方为济南市财政局（占 79.21%）、济南高新技术产业开发区管理委员会（占 6.55%）和济南城市建设集团资产运营管理有限公司（占 3.57%）等，应收账款前五名余额合计占比为 91.59%，集中度高，应收账款计提坏账准备比例为 2.22%，计提比例较低。其他应收款较上年底大幅增长

95.40%，主要系新增对关联方济南城市建设集团投资有限公司的借款以及股东济南城建新增对公司的资金归集所致，其他应收款主要包括与地方政府部门的往来拆迁款、各项工程保证金及业务拆借款等，合计计提坏账准备 0.43 亿元；前五大欠款单位余额合计占公司其他应收款余额的 64.34%，集中度较高。公司存货较上年底略有增长，主要由土地熟化成本（406.83 亿元）、开发成本（150.64 亿元）和开发产品（104.59 亿元）构成，公司共计提跌价准备 1.01 亿元，存货变现受土地出让政策和房地产行情影响较大。

图表 12 • 公司 2023 年底主要其他应收账款明细

名称	期末余额（亿元）	占其他应收款期末余额的比例（%）
济南城市建设集团投资有限公司	30.57	35.00
山东济西湿地管理有限公司	8.88	10.16
济南城建	7.29	8.34
济南万融产业发展集团有限公司	6.06	6.93
济南市小清河开发建设投资有限公司	3.41	3.90
合计	56.20	64.34

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

截至 2023 年底，公司其他权益工具投资主要是对齐鲁银行股份有限公司的投资 13.17 亿元和对中泰证券股份有限公司的投资 12.77 亿元，2023 年公司取得股利收入 0.68 亿元；投资性房地产较上年底小幅增长，主要为公司租赁的房屋及建筑物资产；随着在建项目持续投入，公司在建工程较上年底增长 17.69%，主要由济西湿地公园、大学科技园安置房三期、三馆二期、张刘片区安置房等项目投入构成，未计提跌价准备；公司其他非流动资产较上年底略有增长，主要为省会文化艺术中心项目（39.27 亿元）、公租房（27.75 亿元）、片区开发配套公建（15.99 亿元）和预付购房款（10.07 亿元）。

截至 2024 年 3 月底，公司资产总额及资产结构较上年底变动不大。

受限资产方面，截至 2024 年 3 月底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例不高。

图表 13 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例（%）	受限原因
投资性房地产	105.24	7.75	借款抵押、售后回租标的
固定资产	12.90	0.95	售后回租标的
存货	4.22	0.31	抵押
无形资产	2.44	0.18	借款抵押
货币资金	2.04	0.15	贷款保证金存款、建筑劳务保证金存款、履约保证金存款、保函保证金存款等
合计	126.84	9.35	--

资料来源：公司提供

（2）资本结构

跟踪期内，公司所有者权益基本保持稳定，未分配利润规模较大，权益稳定性一般。公司有息债务规模有所下降，整体债务负担仍较重。

① 所有者权益

截至 2023 年底，公司所有者权益较上年底基本保持稳定，主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，未分配利润占比较高，权益稳定性一般。公司资本公积主要由政府拨入专项资金、股权资产等构成。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益规模和结构较上年底变化很小。

图表 14 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	50.00	15.34	50.00	15.11	50.00	15.09
资本公积	132.76	40.74	132.76	40.13	132.76	40.06

未分配利润	111.84	34.32	115.80	35.00	116.12	35.04
归属于母公司所有者权益合计	314.47	96.51	319.57	96.59	320.11	96.58
少数股东权益	11.38	3.49	11.28	3.41	11.33	3.42
所有者权益合计	325.86	100.00	330.85	100.00	331.44	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及2024年一季度整理

② 负债

截至 2023 年底，公司负债总额较上年底增长 5.91%，主要系与济南城建及其下属子公司往来款增加所致；负债结构以流动负债为主，流动负债占比有所上升。

图表 15 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

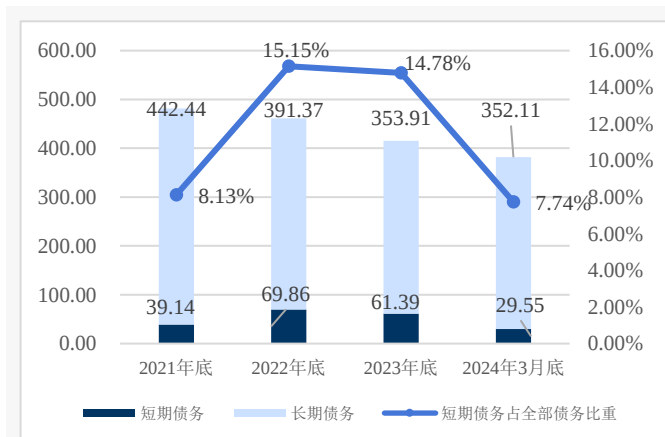
项目	2022 年末		2023 年末		2024 年 3 月末	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	570.31	58.85	664.76	64.77	677.12	64.73
应付账款	38.64	3.99	33.26	3.24	28.34	2.71
其他应付款（合计）	414.44	42.77	527.26	51.38	590.84	56.48
一年内到期的非流动负债	63.69	6.57	61.09	5.95	29.20	2.79
合同负债	41.93	4.33	38.29	3.73	35.87	3.43
非流动负债	398.74	41.15	361.52	35.23	369.03	35.27
长期借款	65.60	6.77	56.27	5.48	61.10	5.84
应付债券	107.04	11.05	103.11	10.05	103.61	9.90
长期应付款（合计）	209.99	21.67	185.55	18.08	187.75	17.95
负债总额	969.05	100.00	1026.28	100.00	1046.15	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

公司经营性负债主要由应付工程款、拆迁补偿款项形成的应付账款，与股东及关联企业往来款形成的其他应付款，预收售房款形成的合同负债等构成。

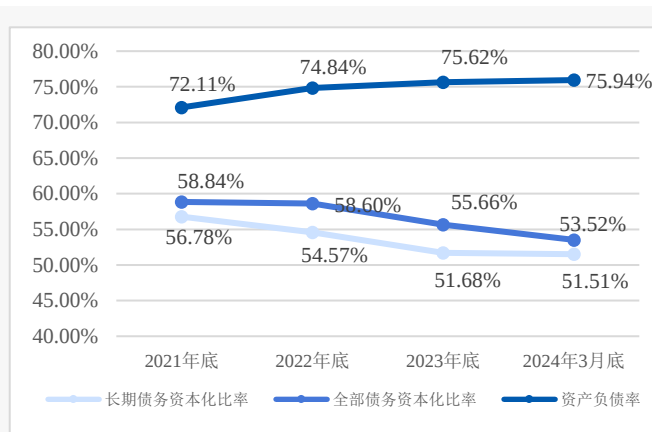
有息债务方面，本报告将其他流动负债中的付息项纳入短期债务核算、将长期应付款付息项（政府置换债券 177.25 亿元和融资租赁款 7.70 亿元）纳入长期债务核算。截至 2023 年底，公司全部债务 415.30 亿元，较上年底下降 9.96%，以长期债务（占 85.22%）为主，债务期限结构较为合理。公司融资渠道主要包括债券融资、金融及非银机构借款和政府置换债券资金等，截至 2023 年底，债券融资约占 32.04%，政府置换债券占比 42.68%，非标融资约占 13.59%，其余主要为银行贷款。其中，非标产品包括信托融资 11.39 亿元、融资租赁产品 11.04 亿元和保险融资计划 33.99 亿元；公司银行贷款前五大贷款行依次为国家开发银行、民生银行、光大银行、中信银行和北京银行；公司存量债务综合融资成本约为 4%。从债务指标来看，截至 2023 年底，公司资产负债率小幅上升，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底均小幅下降，公司整体债务负担仍较重。从债务期限分布看，公司 2024 年债务到期规模较大，其中债券占比近 50%。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务小幅下降至 381.66 亿元，各项负债指标较 2023 年底均变化不大。

图表 16 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

图表 17 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季度及公司提供资料整理

图表 18• 截至 2023 年底公司全部债务期限分布情况

项目	2024 年	2025 年	2026 年
偿还金额（亿元）	61.39	22.00	48.00
占全部债务的比例（%）	14.78	5.30	11.56

注：2025 年和 2026 年公司需偿还的债务金额中未包含分期还本融资租赁产品的本金，公司实际需偿还债务本金规模或高于表中数据
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（3）盈利能力

2023 年，公司营业总收入保持增长，利润主要为经营所得，各项盈利指标较上年基本保持稳定，公司整体盈利水平较为稳定。

2023 年，随着土地开发整理业务确认收入的增加，公司营业总收入同比增长 11.17%；营业利润率小幅上升。

非经营性损益方面，2023 年，以政府补贴为主的其他收益规模很小，投资收益较为稳定，主要为权益法核算的长期股权投资收益和其他权益工具投资在持有期间取得的股利收入，利润主要为经营性所得，公司各项盈利指标基本保持稳定。

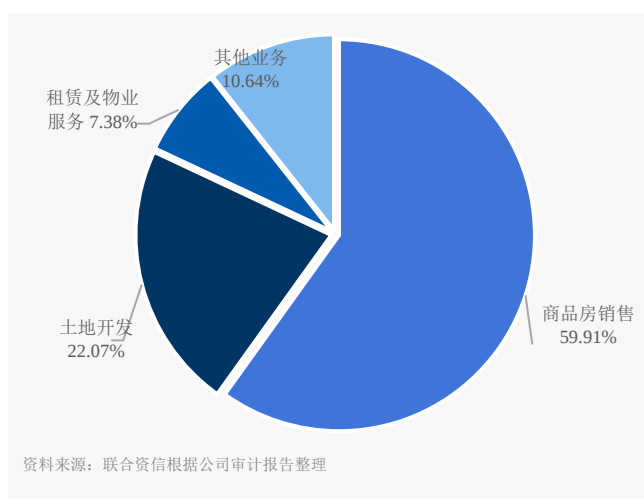
2024 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.46 亿元，相当于 2023 年全年的 15.78%，利润总额 0.47 亿元。

图表 19• 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
营业总收入	42.53	47.28	7.46
营业成本	30.58	33.40	5.72
期间费用	5.27	6.27	0.91
其他收益	0.06	0.05	0.01
投资收益	1.82	1.70	0.06
利润总额	5.80	5.58	0.47
营业利润率（%）	21.04	21.96	17.37
总资本收益率（%）	0.83	1.01	--
净资产收益率（%）	1.51	1.49	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

图表 20• 2023 年公司营业收入构成



（4）现金流

2023 年，公司经营活动现金持续净流出，收入实现质量一般；投资活动持续净流出；公司经营活动、投资活动及债务偿付所需资金对融资活动依赖较大。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。

图表 21• 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	66.98	85.44	87.65
经营活动现金流出小计	105.29	108.88	55.28
经营活动现金流量净额	-38.31	-23.44	32.37
投资活动现金流入小计	5.95	19.15	0.99
投资活动现金流出小计	30.76	54.67	9.83
投资活动现金流量净额	-24.81	-35.52	-8.84
筹资活动前现金流量净额	-63.13	-58.97	23.53
筹资活动现金流入小计	182.87	182.04	4.91
筹资活动现金流出小计	115.79	127.86	31.21
筹资活动现金流量净额	67.08	54.18	-26.29
现金收入比（%）	63.68	69.21	42.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及 2024 年一季度整理

公司经营活动现金流主要为主营业务及往来款现金收支，2023 年，往来款收支规模增长带动公司经营活动现金流入量和流出量较上年均有所增长，公司经营活动现金持续净流出。从收入实现质量看，公司现金收入比仍低于 70%，收入实现质量一般。

投资活动方面，2023 年，公司投资活动现金流入较上年大幅增长，主要为出售齐鲁银行和中泰证券部分股票、可转债等收到的现金以及收到投资收益。投资活动现金流出大幅增长，主要为土地开发配套基建工程和自持商业地产开发投入，以及对项目公司资本金投资支付的现金等。同期，公司投资活动现金大幅净流出。

2023 年，公司筹资力度保持较大，筹资活动现金流入主要为金融及非银机构借款、发行债券和与股东往来借款（体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”）形成的现金流入；同期，公司筹资活动现金呈大额净流入。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流由负转正，投资活动现金流持续净流出，筹资活动现金转为净流出。

2 偿债指标变化

公司短期偿债指标表现较强，长期偿债指标表现较弱。公司或有负债风险可控，间接融资渠道较为畅通。

图表 22 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
短期偿债指标	流动比率（%）	141.48	126.41	125.02
	速动比率（%）	26.13	26.49	26.83
	现金短期债务比（倍）	0.54	0.47	0.97
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	8.81	9.70	--
	全部债务/EBITDA（倍）	52.33	42.80	--
	EBITDA/利息支出（倍）	0.65	0.73	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

从短期偿债指标看，截至 2023 年底，公司流动比率较上年底有所下降，速动比率略有上升，流动资产对流动负债的保障程度一般。2024 年 3 月底，公司现金短期债务比 0.97 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债指标表现较强。

从长期偿债指标看，2023 年，公司 EBITDA 较上年小幅增长，EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度仍较低。整体看，公司长期偿债指标表现较弱。

截至 2023 年底，公司对外担保余额合计 27.01 亿元，担保比率为 8.16%，被担保方均为地方国有企业且经营情况正常，公司或有负债风险可控。

图表 23 • 截至 2023 年底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	与被担保人是否存在关联关系	担保余额	担保类型	担保期限
济南黄河路桥建设集团有限公司	否	8957.78	保证担保	2023/12/28-2025/12/27
		8976.97	保证担保	2023/12/28-2025/8/23
		1757.33	保证担保	2023/12/28-2024/12/27
济南城隧建设工程有限公司	是	82000.00	保证担保	2020/6/9-2038/6/6
		55941.10	保证担保	2021/2/5-2038/6/6
		47000.00	保证担保	2022/2/26-2038/6/6
济南城市建设集团有限公司	是	30000.00	保证担保	2023/2/27-2024/2/26
		19950.00	保证担保	2023/2/27-2026/2/16
济南城建集团有限公司	是	12136.52	保证担保	2023/1/13-2025/1/12
济南万融产业发展集团有限公司	是	861.86	保证担保	2023/6/2-2024/6/1

		726.48	保证担保	2023/5/31-2024/5/30
		585.56	保证担保	2023/12/1-2024/11/30
山东金宇信息科技集团有限公司	是	557.30	保证担保	2023/7/12-2024/1/11
济南黄河绿色产业开发有限公司	是	550.00	保证担保	2023/5/25-2025/5/24
山东金朝工程检测有限公司	是	87.59	保证担保	2021/12/6-2025/12/5
合计	--	270088.49	--	--

资料来源：公司提供

截至 2024 年 3 月底，公司共获得银行授信为 232.69 亿元，尚未使用额度为 39.88 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2024 年 3 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼或仲裁。

3 公司本部主要变化情况

公司土地开发整理及配套基建业务主要由公司本部承担，公司对子公司管控力度较强；公司本部债务负担较重，短期偿付压力很大。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 1155.29 亿元，主要由其他应收款、存货、长期股权投资、投资性房地产、在建工程和其他非流动资产构成；公司本部全部债务 396.03 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.55%和 55.53%，公司本部债务负担较重。同期末，公司本部货币资金为 1.60 亿元，现金短期债务比为 0.03 倍，公司本部短期偿债压力很大。公司土地开发整理及配套基建业务主要由公司本部承担，2023 年，公司本部实现营业收入 13.58 亿元，主要为土地开发整理收入。公司合并范围内子公司较多，公司本部通过向全资子公司、控股公司派出财务总监或财务负责人实施财务控制，通过对“三重一大事项”统一审批决策等方式对子公司进行经营管理，公司对子公司管控力度较强。

（六）ESG 方面

公司注重安全生产、产品质量与环保投入，治理结构和内控制度完善。整体来看，目前公司 ESG 表现尚可，对其持续经营无重大不利影响。

环境方面，公司土地整理及配套工程建设等业务需要消耗能源，可能会面临碳排放、粉尘和灰渣、噪音等环境风险，截至目前，公司不存在污染与废物排放等相关监管处罚。

社会责任方面，公司投资、建设或运营的项目主要供给公共产品或服务，公司积极履行社会责任，为 A 级纳税人，近年来公司未发生重大安全生产事故或产品质量事故。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控能力较强，并建立了完善的法人治理结构，管理制度健全。跟踪期内，公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形。

七、外部支持

济南市政府综合实力非常强，公司作为济南市西部新城投资及建设的核心主体，跟踪期内，在政府置换债券拨付以及财政补贴方面继续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系济南市国资委。济南市是山东省省会城市，2023 年，济南市 GDP 和一般公共预算收入在山东省 16 个地级市中均排名第 2 位，人均 GDP 处于上游水平。截至 2023 年底，济南市地方政府债务余额为 3180.43 亿元，其中，一般债务 251.83 亿元，专项债务 2928.61 亿元。整体看，济南市政府综合实力非常强。

公司作为济南市西部新城土地整理、基础设施建设及资产运营主体，具有明显的区域专营优势。跟踪期内，公司继续在政府置换债券拨付以及财政补贴方面获得有力的外部支持。

政府置换债券拨付

截至 2023 年底，公司获得政府拨付的置换债券资金余额为 177.25 亿元，计入“长期应付款”。

财政补贴

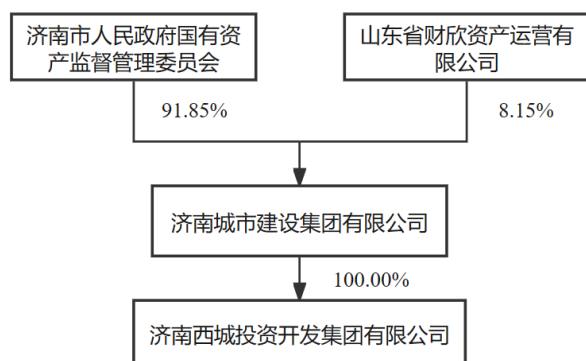
2023 年，公司收到财政补贴 0.05 亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

八、跟踪评级结论

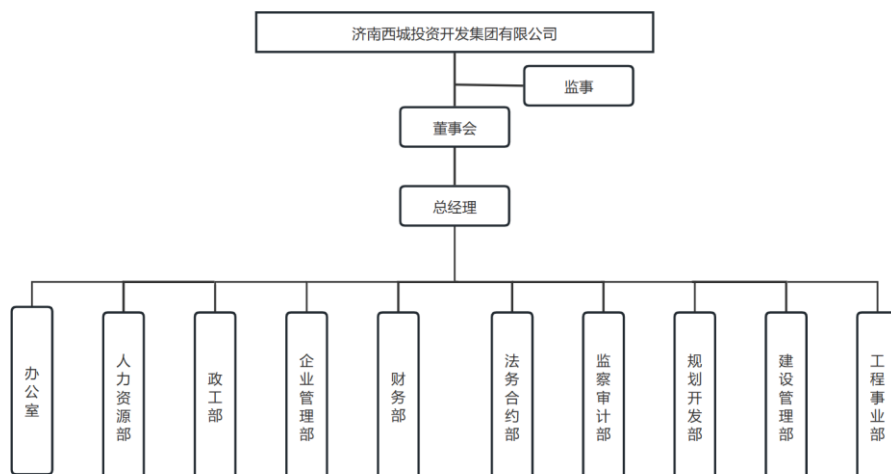
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 济西投债/18 济西投”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2023 年底）

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
济南正信置业有限公司	济南	济南		90.00	非同一控制下企业合并
济南西城高科农业发展有限公司	济南	济南	20.00	80.00	投资设立
建投卓耀（天津）商业保理有限公司	天津	天津		100.00	投资设立
济南四季村宾馆	济南	济南	100.00		非同一控制下企业合并
济南西城置业有限公司	济南	济南	100.00		投资设立
济南西城世中置业有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
济南西城天润置业有限公司	济南	济南	92.00		投资设立
济南西城天一置业有限公司	济南	济南		100.00	投资设立
济南泉源置业有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
威海福仁置业有限公司	威海	威海		100.00	投资设立
济南万融置业有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
济南福泰置业有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
济南融德置业有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
山东黄金启东置业有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
山东融翔产业投资有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
济南泉世界商业管理有限公司	济南	济南		100.00	投资设立
济南春晓置业有限公司	济南	济南		100.00	投资设立
济南夏润置业有限公司	济南	济南		100.00	投资设立
山东德天置业有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
济南西城森泰置业有限公司	济南	济南		100.00	投资设立
济南双安档案管理有限公司	济南	济南		100.00	非同一控制下企业合并
济南瑞源智能城市开发有限公司	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
华谊兄弟（济南）电影城投资开发有限公司	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
济南玉符河建设管理有限公司	济南	济南	58.33		非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
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
山东康桥置业有限公司	济南	济南	100.00		同一控制下企业合并
山东融象投资置业有限公司	济南	济南	100.00		投资设立
济南融恒置业有限公司	济南	济南	100.00		投资设立
济南融广投资有限公司	济南	济南	100.00		投资设立
济南融博投资有限公司	济南	济南	100.00		投资设立
济南融腾投资有限公司	济南	济南	100.00		投资设立

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	28.45	37.84	28.90	28.75
应收账款（亿元）	6.56	48.02	38.37	36.58
其他应收款（亿元）	45.93	44.70	87.35	98.33
存货（亿元）	505.86	657.82	664.24	664.86
长期股权投资（亿元）	24.53	27.72	28.19	28.19
固定资产（亿元）	12.30	21.68	21.43	16.23
在建工程（亿元）	334.49	128.36	153.61	163.78
资产总额（亿元）	1207.59	1294.90	1357.13	1377.59
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	11.37	11.38	11.28	11.33
所有者权益（亿元）	336.81	325.86	330.85	331.44
短期债务（亿元）	39.14	69.86	61.39	29.55
长期债务（亿元）	442.44	391.37	353.91	352.11
全部债务（亿元）	481.57	461.23	415.30	381.66
营业总收入（亿元）	67.88	42.53	47.28	7.46
营业成本（亿元）	57.72	30.58	33.40	5.72
其他收益（亿元）	0.07	0.06	0.05	0.01
利润总额（亿元）	1.11	5.80	5.58	0.47
EBITDA（亿元）	4.89	8.81	9.70	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	56.52	27.08	32.72	3.13
经营活动现金流入小计（亿元）	118.68	66.98	85.44	87.65
经营活动现金流量净额（亿元）	-49.23	-38.31	-23.44	32.37
投资活动现金流量净额（亿元）	-1.49	-24.81	-35.52	-8.84
筹资活动现金流量净额（亿元）	45.10	67.08	54.18	-26.29
财务指标				
销售债权周转次数（次）	11.57	1.56	1.09	--
存货周转次数（次）	0.12	0.05	0.05	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.03	0.04	--
现金收入比（%）	83.27	63.68	69.21	42.00
营业利润率（%）	11.89	21.04	21.96	17.37
总资本收益率（%）	0.48	0.83	1.01	--
净资产收益率（%）	0.34	1.51	1.49	--
长期债务资本化比率（%）	56.78	54.57	51.68	51.51
全部债务资本化比率（%）	58.84	58.60	55.66	53.52
资产负债率（%）	72.11	74.84	75.62	75.94
流动比率（%）	146.61	141.48	126.41	125.02
速动比率（%）	24.40	26.13	26.49	26.83
经营现金流动负债比（%）	-11.89	-6.72	-3.53	--
现金短期债务比（倍）	0.73	0.54	0.47	0.97
EBITDA 利息倍数（倍）	0.17	0.65	0.73	--
全部债务/EBITDA（倍）	98.53	52.33	42.80	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，公司 2024 年 1—3 月财务数据未经审计；2.本报告合并口径将其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算、将长期应付款和其他非流动负债带息部分纳入长期债务核算；3.本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项 目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	7.58	8.02	1.63	1.29
应收账款（亿元）	5.73	47.14	36.25	33.86
其他应收款（亿元）	222.36	254.17	297.70	315.54
存货（亿元）	229.33	384.84	411.84	413.54
长期股权投资（亿元）	87.64	88.34	89.03	93.34
固定资产（亿元）	11.54	8.20	8.04	8.02
在建工程（亿元）	314.69	97.83	114.41	123.38
资产总额（亿元）	1012.18	1081.61	1155.29	1183.54
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	313.78	311.67	317.09	317.56
短期债务（亿元）	29.46	59.35	60.61	28.61
长期债务（亿元）	211.43	381.94	335.42	338.24
全部债务（亿元）	240.89	441.29	396.03	366.85
营业总收入（亿元）	26.66	15.53	13.58	0.81
营业成本（亿元）	21.93	8.74	7.13	0.28
其他收益（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
利润总额（亿元）	4.93	5.79	5.81	0.54
EBITDA（亿元）	4.94	7.59	7.66	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	21.69	1.12	2.62	0.30
经营活动现金流入小计（亿元）	51.46	13.94	11.52	43.53
经营活动现金流量净额（亿元）	-1.96	-18.38	-16.80	36.92
投资活动现金流量净额（亿元）	-14.79	-13.74	-41.38	-6.97
筹资活动现金流量净额（亿元）	17.36	32.38	52.00	-30.30
财务指标				
销售债权周转次数（次）	5.14	0.59	0.33	--
存货周转次数（次）	0.09	0.03	0.02	--
总资产周转次数（次）	0.03	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	81.36	7.19	19.30	37.47
营业利润率（%）	15.58	33.19	42.18	49.28
总资本收益率（%）	0.90	0.97	1.08	--
净资产收益率（%）	1.58	1.76	1.85	--
长期债务资本化比率（%）	40.26	55.07	51.40	51.58
全部债务资本化比率（%）	43.43	58.61	55.53	53.60
资产负债率（%）	69.00	71.18	72.55	73.17
流动比率（%）	186.41	181.62	151.34	147.00
速动比率（%）	96.36	82.02	69.17	68.40
经营现金流动负债比（%）	-0.77	-4.76	-3.35	--
现金短期债务比（倍）	0.26	0.14	0.03	0.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

注：1.2021—2023 年财务数据取自当年审计报告期末数，公司 2024 年 1—3 月财务数据未经审计；2.“/”代表数据未获得，因公司本部财务报告未披露现金流量表补充资料，EBITDA 及相关指标无法计算。

资料来源：联合资信根据公司审计报告、2024 年一季报及公司提供资料整理

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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+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