

济南西城投资开发集团有限公司

2026 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〔2026〕3729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：

二〇二六年六月二十四日

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。

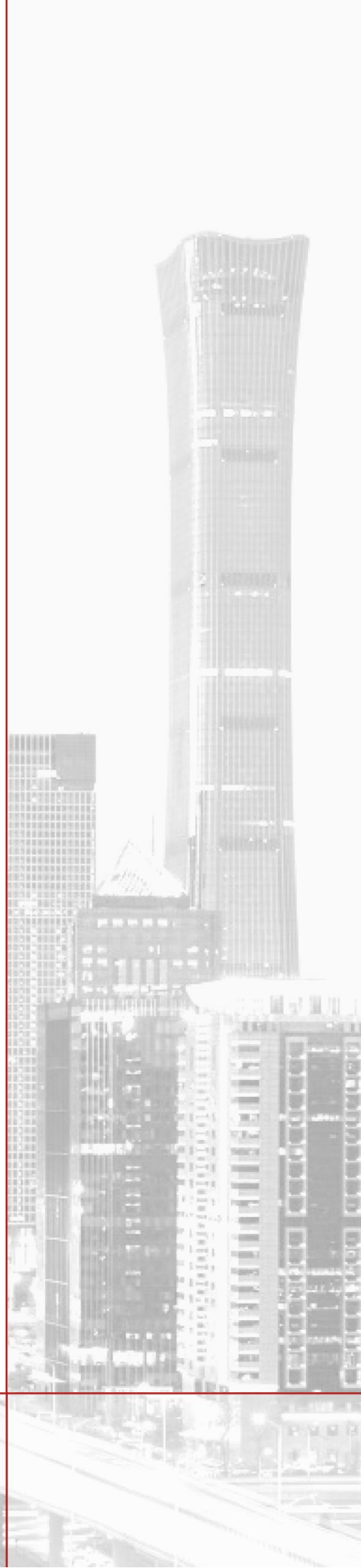
五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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。



济南西城投资开发集团有限公司 2026 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
济南西城投资开发集团有限公司	AAA/稳定	AAA/稳定	2026/06/24
18 济西投债/18 济西投	AAA/稳定	AAA/稳定	

评级观点

跟踪期内，济南西城投资开发集团有限公司（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，在西部新城的区域专营优势显著。公司在整理土地尚需投资规模大，业务持续性良好；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，在建项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力；租赁及物业服务、成品油销售业务相对稳定。随着 4 家一级子公司的无偿划出，公司资产和权益规模有所下降，资产构成仍以土地熟化及房地产项目成本、投资性房地产和应收类款项为主，应收类款项对公司资金占用明显，公司整体资产质量一般；投资收益对公司利润的实现贡献很大；有息债务规模小幅下降，债务期限结构合理，构成以债券融资和政府置换债券为主，整体债务负担一般，综合考虑偿债指标、融资渠道及再融资能力等因素，公司实际短期偿债压力不大，或有负债风险可控。

个体调整：无。

外部支持：济南市是山东省省会、副省级市，地理位置优越，交通发达，产业发展良好，经济稳步增长，财政实力非常强，济南市政府对公司的支持能力非常强。公司对济南市城市开发建设、产业带动、就业、税收等方面贡献较大，可替代性较弱，且在政府债务置换和政府补助方面持续获得有力的外部支持。

评级展望

随着济南市城市发展格局和现代产业体系的持续构建，公司在西部新城区的城市开发建设、运营及产业发展中发挥重要作用，经营地位稳固，有望持续获得有力的外部支持，信用状况有望保持稳定。

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。**济南市是山东省省会、副省级市，近年来经济稳步发展，经济和财政实力在山东省均位于上游水平。2025 年，济南市实现地区生产总值 14210.00 亿元；完成一般公共预算收入 1093.35 亿元，税收收入占 74.34%，收入质量及财政自给率均较高。
- **区域专营优势显著。**公司作为济南市西部新城投资、建设及运营的核心主体，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，区域专营优势显著。
- **持续获得有力的外部支持。**跟踪期内，公司在政府债务置换及财政补贴方面持续获得有力的外部支持。截至 2025 年底，公司长期应付款中政府置换债券账面余额 161.70 亿元，以政府补助为主的递延收益账面余额 1.95 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。**截至 2025 年底，公司存货中土地熟化成本账面余额 454.50 亿元，后续根据出让计划与委托方进行结算，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。

本次评级使用的评级方法、模型及结果

评级方法与模型 城市基础设施投资企业信用评级方法与模型 V4.1.202605

债项评级方法 债项评级方法 V3.0.202207

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	结果档次
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	F3	现金流	资产质量	4
			盈利能力	4
			现金流量	4
		资本结构		3
		偿债能力		2
		指示评级		
个体调整因素：无			--	
个体信用等级			aa ⁻	
外部支持调整因素：政府支持			+3	
模型结果			AAA	

个体信用状况和外部支持调整变动说明：因联合资信于 2026 年 5 月对《城市基础设施投资企业信用评级方法与模型》、《外部支持评估方法》进行修订，本次评级适用最新评级方法。
其他说明：受评对象的信用等级由联合资信信用评级委员会最终确定。

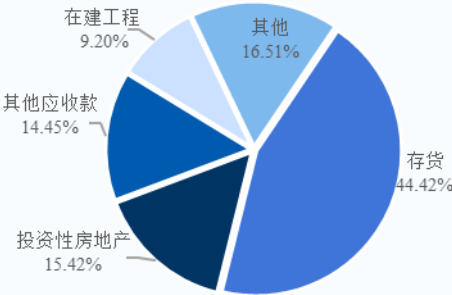
主要财务数据

合并口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
现金类资产（亿元）	16.62	9.41	25.40
资产总额（亿元）	1435.92	1427.00	1438.89
所有者权益（亿元）	343.49	299.48	300.41
短期债务（亿元）	16.00	41.22	59.58
长期债务（亿元）	386.39	333.62	324.90
全部债务（亿元）	402.38	374.84	384.48
营业总收入（亿元）	43.53	41.81	7.70
利润总额（亿元）	6.80	3.46	1.16
EBITDA（亿元）	11.21	9.96	--
经营性净现金流（亿元）	-27.64	-8.78	9.19
净资产收益率（%）	2.01	1.04	--
资产负债率（%）	76.08	79.01	79.12
全部债务资本化比率（%）	53.95	55.59	56.14
现金短期债务比（倍）	1.04	0.23	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	1.17	--

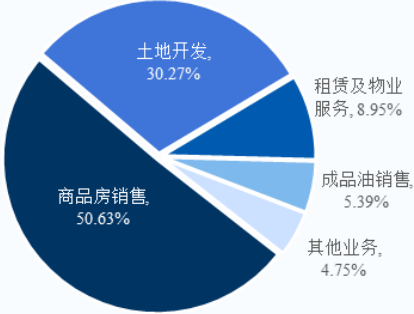
公司本部口径			
项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
资产总额（亿元）	1217.73	1218.43	1223.91
所有者权益（亿元）	307.60	272.57	273.66
全部债务（亿元）	360.36	340.83	346.03
营业总收入（亿元）	9.41	16.40	5.21
利润总额（亿元）	-10.47	0.20	1.41
资产负债率（%）	74.74	77.63	77.64
全部债务资本化比率（%）	53.95	55.56	55.84
现金短期债务比（倍）	0.13	0.02	0.26

注：1. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将公司长期应付款和其他非流动负债中有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，均指人民币；4. 标“--”处表示数据不适用
资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

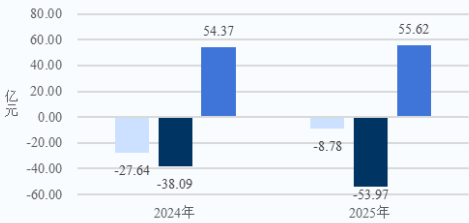
2025 年底公司资产构成



2025 年公司营业收入构成

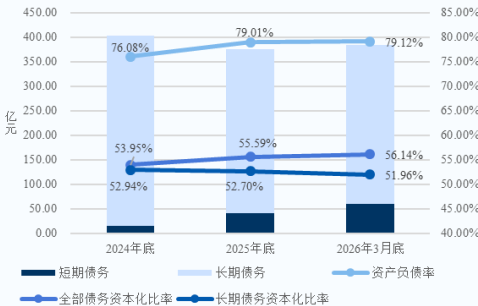


公司现金流情况



■ 经营活动现金流量净额 ■ 投资活动现金流量净额 ■ 筹资活动现金流量净额

公司债务情况



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	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	2025/06/23	刘 婧 朱玉洁	城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208 城市基础设施投资企业主体信用评级模型 (打分表) V4.0.202208	阅读全文
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) 城投行业企业主体信用评级模型 (2016 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
资料来源: 联合资信整理

评级项目组

项目负责人: 刘 婧 liuqiangl@lhratings.com

项目组成员: 朱玉洁 zhuyj@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 2026 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“城市建设集团”），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 2026 年 3 月底，公司本部设企业管理部、财务部、法务合约部、规划开发部、建设管理部等职能部门（详见附件 1-2）。截至 2025 年底，公司合并范围内的子公司共 35 家（详见附件 1-3）。

截至 2025 年底，公司资产总额 1427.00 亿元，所有者权益 299.48 亿元（含少数股东权益 10.91 亿元）；2025 年，公司实现营业总收入 41.81 亿元，利润总额 3.46 亿元。截至 2026 年 3 月底，公司资产总额 1438.89 亿元，所有者权益 300.41 亿元（含少数股东权益 10.50 亿元）；2026 年 1—3 月，公司实现营业总收入 7.70 亿元，利润总额 1.16 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：许为民。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2026 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。跟踪期内，“18 济西投债/18 济西投”募集资金均已按计划使用完毕，并已按时支付利息。

图表 1 • 跟踪评级债券概况

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：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境分析

2026 年一季度，宏观政策认真落实中央经济工作会议精神，坚持稳中求进、提质增效，发挥存量政策和增量政策集成效应，加大逆周期和跨周期调节力度。财政收入稳步修复，支出强度显著提升、进度加快，政府债券发行节奏显著前置。货币政策延续“适度宽松”基调，1 月 15 日推出结构性降息、再贷款额度扩容等八项举措。政策继续着力扩大内需，稳妥应对中东冲突带来的能源化工供给冲击。

2026 年是“十五五”规划开局之年，面对地缘冲突加剧、全球供应链成本攀升以及国内结构调整阵痛等多重压力，宏观政策坚持稳中求进、靠前发力，推动经济实现超预期开局。整体来看，一季度经济呈现“生产供给增长加快、市场需求继续改善”的良好态势，但需求端结构分化明显：出口在外需回暖与“抢出口”效应共振下保持两位数高增长，固定资产投资在基建的拉动下实现由负转正，而消费修复斜率相对平缓，“供强需弱”矛盾仍存。信用方面，一季度社融增量同比少增，企业债券净融资成为主要支撑。宏观杠杆率继续温和上行，名义 GDP 增长回升部分缓解被动升压。工业企业利润高位增长，“量价利”齐升下结构性隐忧仍存。银行资产质量总体稳定，消费贷不良生成压力上升。信用利差低位震荡，流动性宽松驱动中低等级利差压缩。

展望后续，4 月政治局会议肯定“起步有力”，但指出“持续稳中向好的基础还需进一步巩固”，政策重心更重效能。财政加快资金落地并推动支出向“投资于人”转型，货币保持适度宽松并引导资金向科创、绿色、消费倾斜，合力巩固回升向好态势。“六张网”建设首次在政治局会议层面明确。外部挑战仍是经济运行面临的重大变量：中东冲突引发的能源价格上行风险正在逐步传导，油价上涨带来的通胀压力、贸易成本上升和需求收缩，可能在二季度开始更充分地显现。内部方面，“供强需弱”格局尚未根本扭转，房地产市场的深度调整仍在持续，居民消费信心修复尚需时日，而基建投资在“十五五”开局项目储备支撑下有望维持较高增速，成为短期内稳增长的核心抓手。

完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2026 年 3 月）》](#)。

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。城投企业的发展与监管政策密切相关，同时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，整体呈现收紧态势。2025 年以来，一揽子化债政策深入推进，政策上以“控增化存、促发展”为核心，地方政府化债效果显现，城投企业全部债务增速持续放缓且低于社融增速水平，综合融资成本延续下行，融资结构持续改善，城投企业流动性风险得以缓释；债务风险管控机制不断完善，对城投企业债务风险管理更加全面，政策引导城投企业逐步化解经营性债务风险，并驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2026 年，城投企业的发展仍将围绕化债与发展两大主题，积极财政政策基调将延续，城投企业作为政府投资项目和新型城镇化建设的重要载体，地位仍较重要，仍将持续获得地方政府支持；同时一揽子化债政策及增量措施的持续实施，有助于进一步缓释城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但城投企业债务的区域分化与结构性压力依然突出，经营性债务本息偿付压力及化解措施有待关注；政策导向下城投转型进程提速，需关注其转型过程中面临的市场化风险以及政企关系的演变。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2026 年城市基础设施建设行业分析》](#)。

2 区域环境分析

济南市是山东省省会、副省级市，地理位置优越，交通发达，已形成以新一代信息技术、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，以金融、现代物流、商务服务、科技服务等现代服务业为支撑的现代产业体系，同时深入实施新旧动能转换，制造业和服务业协同发展，新兴产业和未来产业蓄势增力；近年来经济稳步增长，财政实力非常强，未来随着北部新旧动能转换起步区的建设，济南市产业空间将进一步拓展，并有望获得更多的政策支持。整体来看，公司外部环境良好。

济南市地处山东省中部，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，同时也是山东省省会、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 10244.45 平方千米，下辖 10 区 2 县；截至 2025 年底，常住人口 961.6 万人，比上年增长 1.1%；常住人口城镇化率为 77.3%，比上年末提高 1.1 个百分点。济南市是连接华东、华北和中西部地区的重要交通枢纽之一，地理位置优越，交通发达。同时，济南市是国家历史文化名城、中国优秀旅游城市，是山东旅游“一山一水一圣人”的重要组成部分，旅游文化突出“泉城”特色。截至 2025 年底，济南市拥有 A 级旅游景区 90 家，其中 5A 级旅游景区 1 家，4A 级旅游景区 22 家，省级以上旅游度假区 2 家。

产业方面，济南市已形成新一代信息技术、智能制造与高端装备、精品钢与先进材料、生物医药与大健康四大主导产业，2025 年实现规模以上工业增加值同比增长 6.9%，其中装备制造业同比增长 16.8%，高于全市规模以上工业增加值增速 9.9 个百分点，对工业经济的发展形成有力支撑；重点行业中计算机、通信和其他电子设备制造业，汽车制造业，通用设备制造业分别同比增长 37.8%、19.8%和 7.3%；新增国家级 5G 工厂 5 家、卓越级智能工厂 2 家、省级数字经济“晨星工厂”101 家，新增省级战略性新兴产业集群 2 个、先进制造业集群 2 个、特色产业集群 2 个、数字产业集群 1 个，济钢卫星总装基地一期建成投用，浪潮云建设运营国内首个人工智能模型工厂。同时，济南市加快发展以金融、现代物流、商务服务、科技服务等现代服务业，2025 年规模以上服务业企业实现营业收入 5207.1 亿元，同比增长 6.8%，其中规模以上信息传输、软件和信息技术服务业，租赁和商务服务业，科学研究和技术服务业企业营业收入分别同比增长 4.5%、13.9%和 10.1%，合计拉动全市规模以上服务业营业收入增长 4.4 个百分点；15 家企业入选省服务业 100 家重点企业，山东通讯城、凤凰山电商产业园入选首批国家级二手商品流通试点企业，新增省级生产性服务业领军企业 3 家。另外，济南市深入实施新旧动能转换，制造业和服务业协同发展，全市规模以上高技术制造业增加值同比增长 14.7%，拉动全市规模以上工业增长 3.1 个百分点；规模以上高技术服务业企业实现营业收入 1754.5 亿元，同比增长 7.0%，占规模以上服务业企业营业收入比重 33.7%，比上年提高 1.2 个百分点。同时，济南市新兴产业和未来产业蓄势增力，加快发展人工智能、航空航天、低空经济等产业，前瞻布局量子信息、生物制造等新赛道，着力做大做强未来产业。

根据济南市国民经济和社会发展统计公报，2023—2025 年，济南市经济稳步增长，GDP 及人均 GDP 规模均持续增长，2025 年 GDP 规模在山东省下辖 16 个地级市中排名第 2 位；产业结构呈现“三二一”发展格局；固定资产投资呈现负增长，主要为第二、三产业投资下降所致；房地产开发投资 1387.3 亿元，同比下降 10.9%，其中住宅投资同比下降 14.7%；商品房销售面积 939.4 万平方米，同比下降 9.3%。

图表 2 • 济南市主要经济指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
GDP（亿元）	12757.40	13527.60	14210.00
GDP 增速（%）	6.1	5.4	5.4
固定资产投资增速（%）	2.1	0.4	-12.9
三产结构	3.4：33.8：62.8	3.3：33.4：63.3	3.1：32.4：64.5
人均 GDP（万元）	13.52	14.22	14.78

注：上图表中人均 GDP 按“当年 GDP/常住人口”估算所得
 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及预算执行情况报告，2023—2025 年，济南市一般公共预算收入持续增长，其中 2025 年其规模在山东省下辖 16 个地级市中排名第 2 位，收入质量较高；一般公共预算支出持续增长，财政自给能力较强。同期，济南市政府性基金收入波动增长，其中国有土地使用权出让金收入分别为 412.12 亿元、450.16 亿元和 435.52 亿元。截至 2025 年底，济南市政府债务余额 4429.53 亿元，其中专项债务余额 4150.75 亿元，一般债务余额 278.77 亿元。

图表 3 • 济南市主要财政指标

项目	2023 年	2024 年	2025 年
一般公共预算收入（亿元）	1060.82	1083.05	1093.35
一般公共预算收入增速（%）	6.0	2.1	0.95
税收收入（亿元）	797.93	784.18	812.82
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	75.22	72.40	74.34
一般公共预算支出（亿元）	1365.29	1397.15	1407.49
财政自给率（%）	77.70	77.52	77.68
政府性基金收入（亿元）	520.76	592.0	567.26
地方政府债务余额（亿元）	3180.43	3770.56	4429.53

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第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，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。

六、跟踪期主要变化

（一）基础素质

跟踪期内，公司职能定位及主营业务均未发生变化。公司作为济南市西部新城投资、建设及运营的核心主体，具有明显的区域专营优势。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2026 年 5 月 28 日，公司本部无关注及不良类信贷记录，过往履约情况良好。此外，公司对外担保中关注类余额为 60.57 万元和不良类余额为 154.47 万元，主要系预售房按揭贷款提供的阶段性连带责任保证担保所致。

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，公司本部无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至 2026 年 6 月 23 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重大行政处罚的行为。

(二) 管理水平

2025 年 12 月，公司发布《关于取消监事的公告》，不再设置监事会及监事职务，由内部审计等机构行使相关职权。2026 年 6 月，公司发布了《关于总经理发生变更的公告》，总理由杨峰同志变更为刘凤洲同志，该变更属于正常的人事调动，未对公司的日常管理、经营及偿债能力产生重大影响。除此之外，跟踪期内，公司董事、其他高级管理人员及管理制度方面均无重大变化。整体看，公司结合自身特点和管理需要搭建了相适应的组织架构，法人治理结构比较有效，内部控制制度完善；高级管理人员具备丰富的管理及相关工作经历，能够满足公司日常经营与发展需求。

(三) 经营方面

1 业务经营分析

2025 年，公司营业收入仍主要来自商品房销售、土地开发整理、租赁及物业服务和成品油销售业务收入；受商品房销售和工程施工、商品销售、委托运营等为主的其他收入下降影响，公司营业收入同比有所下降。同期，公司业务综合毛利率同比下降 8.12 个百分点至 12.47%，主要系收入占比较高的商品房销售和土地开发毛利率大幅下降所致。2026 年 1—3 月，公司实现营业收入 7.70 亿元，同比下降 53.47%；业务综合毛利率为 29.62%，较 2025 年全年上升 17.14 个百分点。

图表 4 • 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

业务板块	2023 年			2024 年			2025 年		
	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	28.33	59.92	20.17	26.80	61.60	14.42	21.17	50.63	5.60
土地开发	10.44	22.08	40.71	6.41	14.74	5.18	12.65	30.27	-0.96
租赁及物业服务	3.49	7.38	82.68	3.86	8.87	88.61	3.74	8.95	85.05
成品油销售	2.80	5.92	18.24	2.36	5.42	20.36	2.26	5.39	19.52
其他业务	2.22	4.70	23.09	4.08	9.37	21.19	1.99	4.75	26.61
合计	47.27	100.00	29.34	43.51	100.00	20.59	41.81	100.00	12.47

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

(1) 土地开发整理业务

跟踪期内，公司土地开发收入同比大幅增长，受征迁及安置成本较高、叠加出让的部分土地性质调整增加熟化成本等原因影响，毛利率为负；在整理土地尚需投资规模大，业务持续性良好；账面沉淀的土地开发成本规模大，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。

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。自 2026 年开始，济南市政府遵循零基预算改革要求，按照收支平衡、预算约束、绩效导向的原则，设立市级土地专项资金，列入行业主管部门预算管理，专项用于土地资源全流程管理，强化资金绩效约束，实现年度市级土地专项资金总量平衡。

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。

2025 年，受益于当年出让的土地集中在价格较高的西客站片区，公司移交面积同比大幅下降但收入同比大幅增长；受征迁及安置成本较高、叠加出让的部分土地性质调整增加熟化成本等原因影响，业务毛利率为负。2026 年一季度，公司移交土地面积 88.10 亩，位于西客站片区，实现土地开发收入 4.01 亿元。

图表 5 • 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）
2024 年	鲁澳产业园地块	145.89	10418.00	10418.00
	西客站片区烟台路以南，二环西路以西张刘片区 A2-2 地块	5.08	3321.52	3321.52
	东彩石村城中村改造项目 Ecs15-4-2 地块	11.23	2358.81	2358.81
	东彩石村城中村改造项目 Ecs15-4-3 地块	136.33	48037.38	27930.00
	合计	298.53	64135.71	44028.33
2025 年	西客站会展中心北侧 A-1 地块	38.80	30598.26	--
	西客站会展中心北侧 A-2 地块	39.63	31251.99	--
	西客站会展中心北侧 A-3 地块	43.80	34643.07	--
	西客站会展中心北侧 A-4 地块	34.64	27395.06	--
	合计	156.87	123888.38	--
2026 年一 季度	张刘片区 A3 地块	41.74	18753.15	--
	张刘片区 A4 地块	46.36	21316.48	--
	合计	88.10	40069.63	--

注：图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，未列示于上图表，因此图表中部分年份确认收入金额小于当年土地开发收入规模
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司在整理的西客站片区和大学科技园片区总面积 7.41 万亩，计划总投资 1322.00 亿元，待投资规模 196.79 亿元。截至 2025 年底，公司存货中土地熟化成本账面余额 454.50 亿元，后续根据出让计划与委托方进行结算，受土地市场行情及政府规划出让进度影响较大。2026—2027 年，公司在整理的西客站片区和大学科技园片区分别计划投资 4.60 亿元和 3.90 亿元，分别计划出让面积 286.00 亩和 164.00 亩。

图表 6 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在整理土地情况

地块名称	总面积（亩）	剩余可出让面积（亩）	总投资金额（亿元）	计划回款周期	已投金额（亿元）	已成交面积（亩）	已回款金额（亿元）
西客站片区	34030.00	1575.00	945.75	2013—2027 年	894.78	12625.00	573.36
大学科技园片区	40078.00	2661.00	376.25	2013—2030 年	230.43	7746.00	93.44
合计	74108.00	4236.00	1322.00	--	1125.21	20371.00	666.80

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

（2）房地产开发业务

公司房地产项目待售规模较大，销售情况受房地产市场行情影响较大，部分商业地产项目存在一定的去化压力；在建房地产项目尚需投资规模较大，公司面临一定的资金支出压力。

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）、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）和济南滨湖地产有限公司。公司开发的房地产类型主要包括商业地产和商品住宅。

业务模式方面，公司的房地产开发以自主开发模式为主，合作开发模式为辅。合作开发方面，公司同国内大型房地产企业联合成立置业公司，以联合摘牌的方式储备经营性用地。公司不参与置业公司的具体运营，仅在项目开发完成后，每年按照股权比例获得分红收益。

2025 年，公司商品房销售收入较上年有所下降，业务毛利率较上年大幅下降。截至 2026 年 3 月底，公司已完工在售房地产项目总投资 260.88 亿元，总开发面积 335.98 万平方米，已销售金额 143.74 亿元。其中印象济南、汇金国际、滨河商务中心项目、善能大厦 B 座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、安置二区三地块及柏然公馆部分用于长期租赁住房；圣菲山语和济水学苑一期住宅项目入市时间较短，销售推进相对迟缓。未来公司房地产项目整体销售及去化情况有待关注。

图表 7 • 截至 2026 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 (万平方米)	已投资金额 (亿元)	已销售金额 (亿元)	销售进度 (%)	回款进度 (%)
西元大厦项目	商业	5.50	4.60	2.89	94.75	92.39
济水上苑项目（南区）	住宅	39.00	26.00	26.03	96.59	97.44
蓝天绿园	住宅	12.30	6.74	--	--	--
印象济南	商业	28.00	22.52	--	--	--
西城 西进时代中心三地块	商业	19.80	15.35	14.98	79.88	94.18
汇金国际	商业	9.40	6.61	--	--	--
滨河商务中心项目	商业	20.23	14.83	--	--	--
济水上苑北区一二期	住宅	37.30	24.02	32.95	96.01	99.41
柏然公馆	商业	8.00	5.80	1.41	85.11	98.13
善能大厦 A 座	商业	7.55	5.83	4.38	88.82	97.64
善能大厦 B 座	商业	10.62	8.64	0.77	27.29	69.97
黄金国际广场	商业	16.30	21.18	--	--	--
天风云墅一期	住宅	15.24	10.45	12.47	92.20	95.02
天风云墅二期	住宅	15.80	15.80	12.33	68.68	91.97
济水别苑一期	住宅	14.30	8.35	11.65	98.71	100.00
济水别苑二期	住宅	9.35	5.74	7.02	94.63	100.00
紫薇阁山庄（改造）	住宅	15.24	13.10	11.38	81.18	99.08
水利厅项目	商业/公租房	8.70	6.73	--	--	--
宜家西 B	商业	4.22	4.01	--	--	--
圣菲山语	住宅	8.02	8.29	1.80	21.29	67.82
济水学苑一期	住宅	15.56	17.47	3.68	31.42	97.05
安置二区三地块	公租房	15.55	8.82	--	--	--
合计	--	335.98	260.88	143.74	--	--

注：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
 资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

截至 2026 年 3 月底，公司主要在建房地产开发项目均为位于济南市的商业和住宅项目，总开发面积 195.24 万平方米，计划总投资 157.56 亿元，已投资 56.35 亿元，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 0.98 亿元。同期，公司暂无拟建房地产开发项目。

图表 8 • 截至 2026 年 3 月底公司主要在建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	类型	项目所在地	项目建设期	计划总投资 额	已投资额	总开发面 积	已完工面 积	已销售面积	已销售金额
济水学苑二期	住宅/ 公租房	长清	2021-2024 年	12.88	10.34	11.44	--	--	--
宜家西 C	商业	济南	2023-2026 年	16.61	10.72	22.23	--	--	--
万融广场（泺口商业 综合体）	商业	济南	2021-2025 年	11.91	7.01	15.16	--	--	--
腊山南 B-1	商业	济南	2023-2026 年	9.06	4.93	12.29	--	--	--

项目名称	类型	项目所在地	项目建设期	计划总投资额	已投资额	总开发面积	已完工面积	已销售面积	已销售金额
大庙屯 A-9 地块一期	住宅	济南	2023-2026 年	11.83	5.88	24.70	--	0.90	0.98
起步区 B-9 地块	住宅	济南	2023-2026 年	6.49	4.15	11.55	--	--	--
高铁沿线地块 B-1	商业	济南	2023-2028 年	29.38	4.80	24.70	--	--	--
西客站片区中轴线地块 B-5(地下-层)	商业	济南	2023-2026 年	4.50	2.40	4.17	--	--	--
起步区 A-2	商业	济南	2025-2029 年	15.00	--	34.00	--	--	--
西客站片区中轴线地块 B-4 (一期)	商业	济南	2024-2030 年	38.13	5.37	31.80	--	--	--
高铁沿线地块四	商业	济南	2025-2026 年	1.77	0.75	3.20	--	--	--
合计	--	--	--	157.56	56.35	195.24	--	0.90	0.98

注：部分项目建设期已结束，因尚未完成竣工验收而列入在建项目，且已完成投资，暂无进一步投资计划
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

(3) 租赁及物业服务业务

2025 年，公司租赁及物业服务收入同比变化不大，毛利率水平仍处于高位，对营业收入及利润形成一定补充。

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（以下简称“资产运营公司”）进行运营，在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、停车场等项目；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（以下简称“金科西城公司”）、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、山东国际会展集团有限公司等。2025 年，公司租赁及物业服务收入同比变化不大，毛利率水平仍处于高位。

(4) 成品油销售业务

2025 年，公司成品油销售收入和毛利率水平均相对稳定；未来划出后，公司将不再从事该业务。

公司成品油销售业务主要由子公司济南西城石化有限公司（以下简称“西城石化公司”）负责运营。截至 2025 年底，西城石化公司资产总额 1.33 亿元，净资产 0.84 亿元；在营加油站 6 座（资产均为租赁，2025 年租金总额 106.20 万元）；在建充电桩 2 座，投资额 727.80 万元。2025 年，公司实现成品油销售收入 2.26 亿元，毛利率为 19.52%，均相对稳定。根据公司于 2024 年 6 月发布的《关于资产无偿划转的公告》，公司拟将西城石化公司无偿划转至山东同舟产业控股集团有限公司（以下简称“同舟产业集团”，城市建设集团于 2024 年 3 月成立的全资子公司），截至本报告出具日尚未完成工商变更，预计划出后，公司将不再从事成品油销售业务。

2 未来发展

未来公司将围绕“土地熟化、房地产、商业运营、产业园开发、文化旅游”五大主营业务方向，逐步形成多元化经营架构，促进公司转变为资产优良、主营业务优秀、现金流充足、融资能力和偿债能力一流的现代企业，确保国有资产保值增值，更好地发挥保障西部新城开发建设的作用。

(四) 财务方面

跟踪期内，公司与原审计机构天健会计师事务所（特殊普通合伙）合同约定的审计事项已全部履行完毕。因定期轮换需要，经公司有权决策机构审议通过，公司聘请具有法律法规等规则规定的相应执业资格的山东健诚会计师事务所（特殊普通合伙）担任 2025 年度财务报告审计机构。公司提供了 2025 年度合并财务报告，山东健诚会计师事务所（特殊普通合伙）对 2025 年财务报告进行了审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2026 年一季度财务报表未经审计。

2025 年，根据控股股东城市建设集团优化资产配置要求，公司将持有的山东西进融资担保有限公司、金龄健康产业投资（山东）有限公司、济南西城投资发展有限公司（以下简称“西城发展公司”）和济南瑞源智能城市开发有限公司 100%股权无偿划转至同舟产业集团，其中西城发展公司主要从事基金及股权投资、济南杨柳春风住宅及部分长租房项目开发建设和运营等业务。以上 4 家子公司的划出导致公司其他应收款（合计）、存货、其他权益工具投资、长期股权投资、在建工程等科目变化较大，对公司财务数据可比性有一定影响。

1 资产质量及其盈利能力

2025 年底，随着子公司的划出，公司资产规模小幅下降，构成以土地熟化及房地产项目成本、投资性房地产和应收类款项为主，其中土地熟化和房地产相关业务利润空间有限，且资产变现受土地出让政策和房地产市场行情影响较大；部分应收类款项账龄较长，对公司资金占用明显，公司整体资产质量一般。股权及债权投资等形成的投资收益对公司利润的实现贡献很大，公司盈利能力有待提升。

图表 9 • 公司资产主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动资产	862.59	60.07	908.50	63.66	919.25	63.89
货币资金	15.78	1.10	8.94	0.63	25.39	1.76
应收账款	42.97	2.99	26.80	1.88	26.81	1.86
其他应收款（合计）	94.23	6.56	206.19	14.45	191.56	13.31
存货	689.61	48.03	633.84	44.42	631.79	43.91
非流动资产	573.33	39.93	518.50	36.34	519.64	36.11
其他权益工具投资	12.23	0.85	0.00	0.00	0.37	0.03
其他非流动金融资产	19.76	1.38	21.40	1.50	21.40	1.49
长期股权投资	60.08	4.18	31.64	2.22	31.43	2.18
投资性房地产	167.18	11.64	219.99	15.42	196.33	13.64
在建工程（合计）	171.08	11.91	131.33	9.20	155.98	10.84
其他非流动资产	96.17	6.70	83.86	5.88	83.83	5.83
资产总额	1435.92	100.00	1427.00	100.00	1438.89	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2025 年底，公司货币资金较上年底大幅下降，主要由银行存款（7.52 亿元）和其他货币资金（1.42 亿元）构成，其中受限货币资金 1.12 亿元，系冻结资金、建筑劳务保证金存款、个人按揭保证金及贷款保证金等。同期，受科目调整影响，公司应收账款较上年底大幅下降，账面余额仍以应收济南市财政局土地熟化款为主；前五大欠款方主要为济南市财政局、济南高新技术产业开发区管理委员会（济南综合保税区管理委员会）、资产运营公司等区域内政府机构及国有企业，账面余额合计占应收账款账面余额的 84.08%，集中度较高；账龄在 3 年以内的款项占比 76.63%，账龄较短；累计计提坏账准备 0.92 亿元。2025 年底，随着西城发展公司的无偿划出，公司其他应收款较上年底大幅增长，主要为公司与区域内其他国企间形成的往来款，前五大欠款方应收账面余额合计占其他应收款账面余额 76.03%，集中度较高；账龄在 3 年以内的款项占比约 39.59%，账龄在 3~5 年的款项占比 20.86%，账龄在 5 年以上的款项占比约 39.55%，整体账龄较长；累计计提坏账准备 0.26 亿元。同期，随着济南杨柳春风住宅项目的划出，公司账面房地产开发成本及开发产品均有所下降，带动存货较上年底下降 8.09%，账面价值主要由土地熟化成本（454.50 亿元）、房地产开发成本（118.83 亿元）和开发产品（50.37 亿元）构成，累计计提跌价准备 0.96 亿元，公司存货变现受土地出让及房地产市场行情影响较大。

图表 10 • 公司 2025 年底主要其他应收账款明细（单位：亿元）

名称	款项性质	账面余额	账龄	占其他应收款账面余额的比例（%）
济南正信置业有限公司（西城发展公司的子公司）	往来款	91.62	1 年以内、1—2 年、2—3 年、3—4 年、4—5 年、5 年以上	44.38
济南城市建设集团投资有限公司	往来款	30.00	1 年以内、1—2 年、2—3 年	14.53
城市建设集团	往来款	12.04	1 年以内、1—2 年	5.83
济南万融产业发展集团有限公司	往来款	11.96	1 年以内、1—2 年、2—3 年	5.79
济南市小清河开发建设投资有限公司	往来款	11.35	1 年以内、1—2 年、2—3 年、3—4 年	5.50
合计	--	156.96	--	76.03

注：尾差系四舍五入所致

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

2025 年底，随着西城发展公司的划出，公司账面减少对中泰证券股份有限公司（股票代码：600918，证券简称：中泰证券）的股权投资，导致其他权益工具投资账面余额为 0，同时减少对齐鲁银行股份有限公司（股票代码：601665，证券简称：齐鲁银行）3.43%的股权比例及其他合营、联营企业的投资，导致长期股权投资较上年底下降 47.33%。同期，公司长期股权投资账面余额主要

为对齐鲁银行（20.52 亿元）、金科西城公司（4.02 亿元）、济南财金投资有限公司（3.06 亿元）、山东山高发展投资建设有限公司（2.19 亿元）等联营企业的投资；累计计提减值准备 12.07 亿元，主要系对金科西城公司和济南恒大西区置业有限公司（以下简称“恒大西区公司”）分别计提减值准备 3.98 亿元和 8.09 亿元，其中对恒大西区公司的投资已全部计提减值准备。

2025 年底，公司其他非流动金融资产较上年底增长 8.32%，账面价值包括权益工具投资（对山东省普惠齐鲁投资有限公司的股权投资 18.00 亿元）和基金投资（0.37 亿元）。同期，公司投资性房地产较上年底大幅增长，主要系其他长期资产（在建工程、固定资产、无形资产等）转入 41.58 亿元、外购房产及其他转入 11.70 亿元、处置资产 0.02 亿元，同时公允价值减少 0.44 亿元所致；账面余额包括房屋及建筑物 217.62 亿元和土地使用权 2.83 亿元。同期，公司在建工程（合计）较上年底下降 23.23%，主要系存量项目投入 10.28 亿元，同时转入投资性房地产 33.09 亿元、转入固定资产 0.02 亿元、无偿划出（中铁紫荆长租房项目、天桥区车管所地块等）17.78 亿元等所致；账面余额主要为济西湿地公园（41.17 亿元）、大学科技园安置房三期（29.75 亿元）、张刘片区安置房（23.97 亿元）、玉符河综合整治工程（21.78 亿元）等项目投入，未计提减值准备。2025 年底，随着子公司的划出，公司其他非流动资产较上年底下降 12.80%，主要由省会文化艺术中心项目（39.43 亿元）、公租房（27.77 亿元）、片区开发配套公建（13.86 亿元）和园博园项目（2.71 亿元）等构成，未计提减值准备。

受限资产方面，截至 2025 年底，公司受限资产情况如下图表所示，受限资产合计 53.42 亿元，占总资产的比重为 3.74%，资产受限比例不高。

图表 11 • 截至 2025 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	受限原因
货币资金	1.12	冻结资金、贷款保证金存款、建筑劳务保证金、履约保证金存款、公积金保证金、个人按揭保证金
应收账款	0.002	借款质押
固定资产	6.74	售后租回标的、借款抵押
投资性房地产	22.83	借款抵押
存货	22.74	借款抵押
合计	53.42	--

注：尾差系四舍五入所致
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

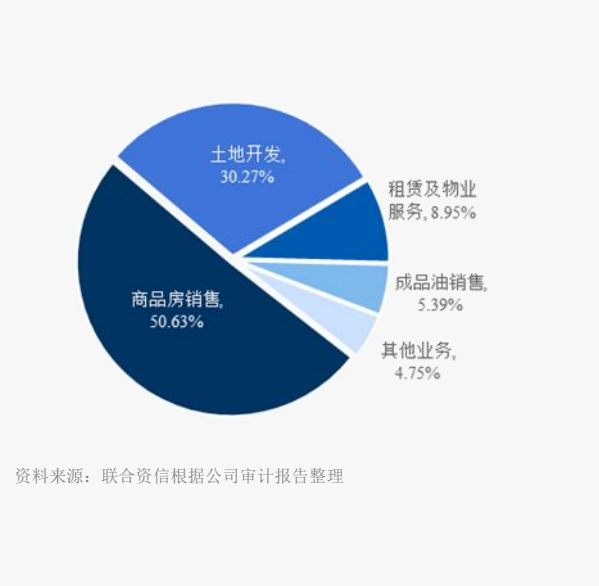
盈利能力方面，2025 年，公司土地熟化业务和房地产销售等为公司带来了较大规模的营业收入，但利润空间有限，加之期间费用同比有所增长，期间费用率较上年上升 4.09 个百分点至 19.40%，对利润的侵蚀程度有所加重，同时因齐鲁银行 2024 年调整为权益法核算形成大规模的营业外收入不具持续性，营业外收入大幅下降，以上综合因素导致公司利润总额同比大幅下降，其中由齐鲁银行股权投资收益、债权投资取得的利息收入、债务重组收益等形成的投资收益对利润的实现贡献很大。从盈利指标来看，2025 年，公司总资本收益率和净资产收益率仍处于较低水平，盈利能力有待提升。

图表 12 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
营业总收入	43.53	41.81	7.70
营业成本	34.55	36.59	5.42
期间费用	6.67	8.11	1.50
其他收益	0.05	0.04	0.002
投资收益	5.15	7.53	0.64
营业外收入	18.58	1.36	0.01
资产减值损失	-13.48	0.00	0.00
利润总额	6.80	3.46	1.16
营业利润率（%）	13.74	8.15	26.09
总资本收益率（%）	1.34	1.26	--
净资产收益率（%）	2.01	1.04	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

图表 13 • 2025 年公司营业收入构成



2 现金流

2025 年，公司筹资活动前现金持续大幅净流出，收入实现质量一般；未来随着债务逐步到期及项目持续投入，公司对筹资活动依赖较大。

图表 14 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	50.61	78.23	32.08
其中：销售商品、提供劳务收到的现金	11.27	22.44	4.04
收到其他与经营活动有关的现金	39.23	55.79	28.04
经营活动现金流出小计	78.25	87.01	22.89
其中：购买商品、接受劳务支付的现金	36.61	30.20	9.94
支付其他与经营活动有关的现金	37.27	49.84	11.75
经营活动现金流量净额	-27.64	-8.78	9.19
投资活动现金流入小计	11.42	30.81	13.16
投资活动现金流出小计	49.51	84.78	1.86
投资活动现金流量净额	-38.09	-53.97	11.31
筹资活动前现金流量净额	-65.73	-62.75	20.49
筹资活动现金流入小计	179.10	115.12	47.78
筹资活动现金流出小计	124.74	59.50	51.81
筹资活动现金流量净额	54.37	55.62	-4.03
现金收入比（%）	25.89	53.69	52.40

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2025 年，受益于主营业务回款及收到的往来款均大幅增长，公司经营活动现金流入同比增长 54.58%，现金收入比亦有所上升，但收入实现质量一般；主营业务支出有所下降，但支出的往来款大幅增长，公司经营活动现金流出同比增长 11.20%，经营活动现金净流出规模大幅收窄。

2025 年，公司投资活动现金流入同比大幅增长，主要为收回投资及取得投资收益收到的现金；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地产开发投入、购入房产及股权投资支付的现金等。同期，公司投资活动现金净流出规模有所扩大。

2025 年，公司筹资活动现金流入和流出同比均有所下降，其中筹资活动现金流入主要是对外融资取得的资金及与股东往来借款（体现在“收到其他与筹资活动有关的现金”），筹资活动现金流出主要是偿还债务本息的现金流出。同期，公司筹资活动现金持续净流入。

2026 年 1—3 月，受收到的往来款规模较大影响，公司经营活动现金呈净流入；因项目投入及股权投资支付现金规模较小，公司投资活动现金呈净流入；筹资活动现金呈小幅净流出。未来随着债务逐步到期及项目持续投入，公司对外部融资依赖仍较大。

3 资本结构和偿债能力

跟踪期内，受子公司无偿划出冲减盈余公积和未分配利润影响，公司所有者权益较上年有所下降，其中未分配利润占比仍较高。2025 年底，公司有息债务规模较上年底小幅下降，构成以债券融资和政府置换债券为主，整体债务负担一般；长期偿债指标表现较好，考虑到公司融资渠道较为畅通、再融资能力强，公司实际短期偿债压力不大，或有负债风险可控。

2025 年底，受子公司无偿划出冲减盈余公积和未分配利润影响，公司所有者权益较上年底下降 12.81%，仍主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，其中资本公积较上年底变化不大，主要由政府拨入专项资金、股权资产等形成；未分配利润较上年底虽有所下降但占比仍较高。

图表 15 • 公司所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

科目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
实收资本	50.00	14.56	50.00	16.70	50.00	16.64
资本公积	132.85	38.68	130.24	43.49	130.34	43.39
其他综合收益	12.98	3.78	8.10	2.70	8.13	2.71
盈余公积	11.17	3.25	0.00	0.00	0.00	0.00
未分配利润	125.18	36.44	100.23	33.47	101.44	33.77
归属于母公司所有者权益合计	332.22	96.72	288.57	96.36	289.91	96.50
少数股东权益	11.27	3.28	10.91	3.64	10.50	3.50
所有者权益合计	343.49	100.00	299.48	100.00	300.41	100.00

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

2025 年底，公司负债总额较上年底增长 3.21%，构成上仍以流动负债为主，其中经营性负债主要体现在以应付工程款、拆迁补偿款为主的应付账款，与股东及关联方往来款形成的其他应付款和以预收售房款（50.00 亿元）为主的合同负债。

图表 16 • 公司主要负债情况（单位：亿元）

项目	2024 年底		2025 年底		2026 年 3 月底	
	金额	占比（%）	金额	占比（%）	金额	占比（%）
流动负债	698.82	63.97	788.68	69.95	807.94	70.97
应付账款	36.19	3.31	22.90	2.03	22.87	2.01
其他应付款（合计）	622.02	56.94	669.06	59.34	664.18	58.34
一年内到期的非流动负债	15.60	1.43	40.92	3.63	59.29	5.21
合同负债	21.07	1.93	50.16	4.45	56.10	4.93
非流动负债	393.60	36.03	338.84	30.05	330.54	29.03
长期借款	52.45	4.80	44.96	3.99	62.34	5.48
应付债券	146.80	13.44	121.59	10.78	121.59	10.68
长期应付款（合计）	183.16	16.77	163.59	14.51	137.33	12.06
其他非流动负债	4.50	0.41	4.03	0.36	4.00	0.35
负债总额	1092.43	100.00	1127.52	100.00	1138.48	100.00

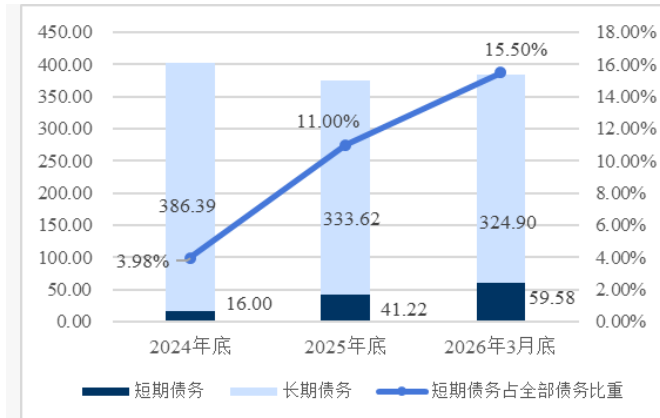
注：尾差系四舍五入所致

资料来源：联合资信根据公司审计报告及财务报表整理

有息债务方面，2025 年底，公司长期应付款主要由应付政府置换债券 161.70 亿元、融资租赁借款 1.29 亿元和专项应付款（0.60 亿元，项目专项资金）构成；其他非流动负债主要为债权投资计划 4.00 亿元。本报告将长期应付款和其他非流动负债中的有息部分纳入长期债务核算。2025 年底，随着子公司无偿划出及债务到期偿还，公司全部债务较上年底下降 6.84%至 374.84 亿元，以长期债务为主；全部债务中债券融资、政府置换债券和非标融资（含融资租赁借款、债权投资计划和租赁负债）分别占比 39.32%、43.14%和 2.20%，其余主要为银行借款；从融资成本来看，公司债券融资成本区间为 1.80%~3.82%，政府置换债券融资成本区间为 2.5%~4.0%，非标融资成本区间为 4.0%~5.0%；从债务指标来看，公司资产负债率和全部债务资本化比率较上年底均有所上升，长期债务资本化比率较上年底有所下降。2026 年 3 月底，公司全部债务较 2025 年底小幅增长，资产负债率和全部债务资本化比率继续上升，长期债务资本化比率继续下降，公司整体债务负担一般。从偿债指标看，2026 年 3 月底，公司现金类资产对短期债务的覆盖倍数较 2024 年底下降至 0.43 倍；2025 年，公司 EBITDA 同比有所下降，EBITDA 对利息支出的保障程度高，公司长期偿债能力指标表现较强。

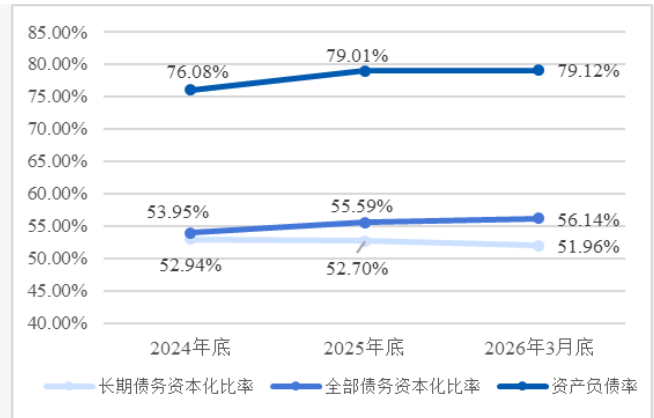
公司非受限货币资金可以为日常经营及债务偿还提供直接资金来源，同时公司与多家银行机构建立了良好的合作关系，未来 1 年的到期债务大部分计划通过再融资的方式偿还。截至 2026 年 3 月底，公司共获得银行授信为 248.34 亿元，尚未使用额度为 57.02 亿元，尚有一定的流动性储备，预计公司未来的再融资渠道较为畅通。综合考虑公司的偿债指标、融资渠道和再融资能力等，公司实际短期偿债压力不大。

图表 17 • 公司债务结构



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 18 • 公司债务杠杆水平



资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

图表 19 • 公司偿债指标

指标	2024 年（底）	2025 年（底）	2026 年 3 月（底）
现金短期债务比（倍）	1.04	0.23	0.43
EBITDA（亿元）	11.21	9.96	--
EBITDA/利息支出（倍）	1.10	1.17	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表及公司提供资料整理

截至 2025 年底，公司对外担保余额合计 45.50 亿元，担保比率为 15.19%，担保对象均为城市建设集团及其合并范围内子公司，公司或有负债风险可控。

图表 20 • 截至 2025 年底公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保方	单位性质	担保金额
城市建设集团	国有企业	13.08
济南城隧建设工程有限公司	国有企业	24.87
西城发展公司	国有企业	7.55
合计	—	45.50

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

未决诉讼方面，截至 2026 年 5 月底，联合资信未发现公司存在重大未决诉讼及仲裁。

4 公司本部主要变化情况

公司本部主要承担土地开发整理及配套基建业务，对子公司管控力度较强；整体债务负担一般，短期偿付压力大。

公司本部主要承担土地开发整理及配套基建业务，2025 年实现营业总收入 16.40 亿元，以土地开发收入为主；投资收益 1.89 亿元，营业外收入 1.32 亿元，利润总额 0.20 亿元。公司合并范围内子公司较多，公司本部通过向全资子公司、控股公司派出董事长或总经理、财务负责人实施生产经营和财务控制，并对子公司生产经营情况定期进行检查、审核，建立子公司重大事项跟踪机制，及时了解子公司的财务、生产运行情况。整体看，公司本部对子公司管控力度较强。

2025 年底，公司本部资产总额 1218.43 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。同期，公司本部所有者权益 272.57 亿元，其中实收资本和资本公积合计占比超 60%；负债总额 945.85 亿元，其中全部债务为 340.83 亿元，短期债务占比上升至 11.46%，现金短期债务比为 0.02 倍，短期偿债压力大；资产负债率和全部债务资本化比率分别为 77.63%和 55.56%，公司本部整体债务负担一般。

（五）ESG 方面

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，近年来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，并建立了比较有效的法人治理结构，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、建设及运营的核心主体，具有明显的区域专营优势，且在政府债务置换及财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

1 支持能力

公司实际控制人系济南市国资委。济南市是山东省省会、副省级市，地理位置优越，交通发达，已形成以新一代信息技术、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，以金融、现代物流、商务服务、科技服务等现代服务业为支撑的现代产业体系，同时深入实施新旧动能转换，制造业和服务业协同发展，新兴产业和未来产业蓄势增力；济南市经济稳步增长，财政实力非常强。整体看，公司实际控制人综合实力非常强。

2 支持可能性

济南市国资委为公司实际控制人，公司主要高管任命、重大项目投资等事项均需上报济南市委组织部或济南市国资委进行批复，对公司“三重一大”事项、经营战略及业务经营等方面具有绝对的控制权。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，在济南市建设领域具有重要地位，对济南市城市开发建设、产业带动、就业、税收等方面贡献较大，可替代性较弱。跟踪期内，公司在政府债务置换及财政补贴方面持续获得有力的外部支持。

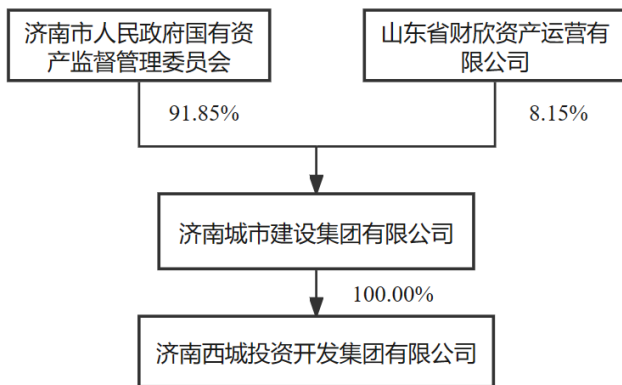
政府债务置换方面，根据《地方政府存量债务纳入预算管理清理甄别办法》，济南市政府对市属国有企业存量债务进行清理、甄别。截至 2025 年底，公司计入“长期应付款”的政府置换债券账面余额 161.70 亿元。

政府补助方面，2025 年及 2026 年 1—3 月，公司分别收到政府补助 0.04 亿元和 0.002 亿元，计入“其他收益”。截至 2025 年底，公司递延收益账面余额 1.95 亿元，主要为与资产、收益相关的政府补助。

八、跟踪评级结论

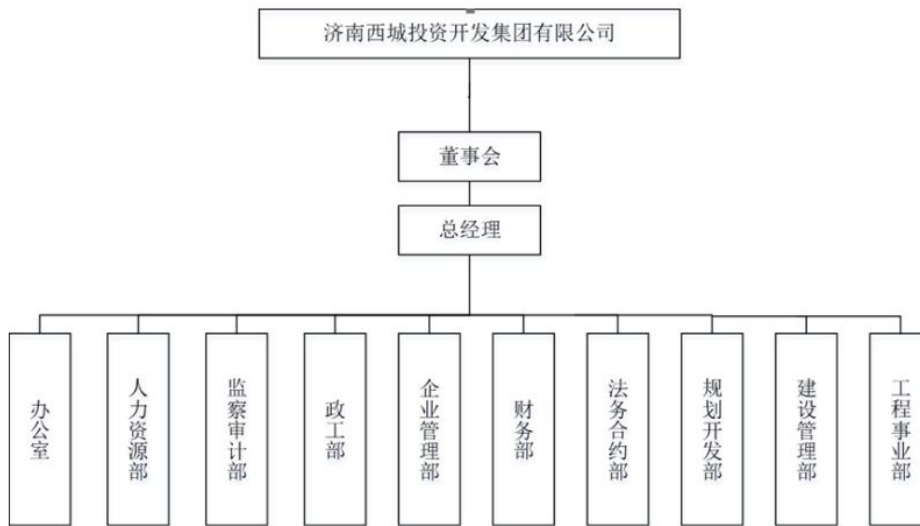
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“18 济西投债/18 济西投”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 公司股权结构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2026 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 1-3 公司合并范围内子公司情况（截至 2025 年底）

序号	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	
1	济南西城置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
2	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
3	济南西城天一置业有限公司	济南	济南	--	100.00	同一控制下企业合并
4	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
5	威海福仁置业有限公司	威海	威海	--	100.00	同一控制下企业合并
6	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
7	山东地平天实置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
8	山东地平仁安置业有限公司	济南	济南	--	100.00	非同一控制下企业合并
9	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
10	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
11	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
12	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
13	济南泉世界商业管理有限公司	济南	济南	--	100.00	同一控制下企业合并
14	济南春晓置业有限公司	济南	济南	--	100.00	同一控制下企业合并
15	济南夏润置业有限公司	济南	济南	--	100.00	同一控制下企业合并
16	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
17	山东万融森泰工程建设有限公司	济南	济南	--	100.00	同一控制下企业合并
18	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
19	济南融广投资有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
20	济南融博投资有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
21	济南融腾投资有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
22	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
23	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
24	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
25	济南西部旅游开发有限公司	济南	济南	60.00	--	投资设立
26	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
27	济南西城石化有限公司	济南	济南	51.00	--	投资设立
28	济南四季村宾馆	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
29	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
30	山东康桥产业投资有限公司	济南	济南	100.00	--	非同一控制下企业合并
31	山东融象投资置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
32	济南融泽投资置业有限公司	济南	济南	--	100.00	投资设立
33	济南西城天润置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
34	济南融恒置业有限公司	济南	济南	100.00	--	投资设立
35	莱芜市城发置业有限公司	济南	济南	100.00	--	同一控制下企业合并

注：山东黄金启东置业有限公司因发行类 Reits，股东为管理人渤海汇金证券资产管理有限公司，资产仍由公司实际运营管理，故纳入合并范围；济南四季村宾馆根据济南市人民政府会议纪要（2014 年 14 号）明确将济南四季村宾馆移交至公司，因历史遗留问题导致无法完成工商变更

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

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	16.62	9.41	25.40
应收账款（亿元）	42.97	26.80	26.81
其他应收款（合计）（亿元）	94.23	206.19	191.56
存货（亿元）	689.61	633.84	631.79
长期股权投资（亿元）	60.08	31.64	31.43
固定资产（合计）（亿元）	21.14	16.50	16.41
在建工程（合计）（亿元）	171.08	131.33	155.98
资产总额（亿元）	1435.92	1427.00	1438.89
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	11.27	10.91	10.50
所有者权益（亿元）	343.49	299.48	300.41
短期债务（亿元）	16.00	41.22	59.58
长期债务（亿元）	386.39	333.62	324.90
全部债务（亿元）	402.38	374.84	384.48
营业总收入（亿元）	43.53	41.81	7.70
营业成本（亿元）	34.55	36.59	5.42
其他收益（亿元）	0.05	0.04	0.00
利润总额（亿元）	6.80	3.46	1.16
EBITDA（亿元）	11.21	9.96	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	11.27	22.44	4.04
经营活动现金流入小计（亿元）	50.61	78.23	32.08
经营活动现金流量净额（亿元）	-27.64	-8.78	9.19
投资活动现金流量净额（亿元）	-38.09	-53.97	11.31
筹资活动现金流量净额（亿元）	54.37	55.62	-4.03
财务指标			
现金收入比（%）	25.89	53.69	52.40
营业利润率（%）	13.74	8.15	26.09
总资本收益率（%）	1.34	1.26	--
净资产收益率（%）	2.01	1.04	--
长期债务资本化比率（%）	52.94	52.70	51.96
全部债务资本化比率（%）	53.95	55.59	56.14
资产负债率（%）	76.08	79.01	79.12
流动比率（%）	123.43	115.19	113.78
速动比率（%）	24.75	34.82	35.58
经营现金流动负债比（%）	-3.96	-1.11	--
短期债务占比（%）	3.98	11.00	15.50
现金短期债务比（倍）	1.04	0.23	0.43
EBITDA 利息倍数（倍）	1.10	1.17	--

注：1. 公司 2026 年一季度财务数据未经审计；2. 本报告将公司合并口径的长期应付款和其他非流动负债中有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；4. 标“--”处表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表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	2024 年	2025 年	2026 年 3 月
财务数据			
现金类资产（亿元）	1.38	0.88	15.17
应收账款（亿元）	38.26	24.45	20.70
其他应收款（合计）（亿元）	315.58	317.28	308.77
存货（亿元）	437.07	469.39	461.02
长期股权投资（亿元）	87.02	49.75	49.75
固定资产（合计）（亿元）	12.68	8.10	8.04
在建工程（合计）（亿元）	121.08	101.49	126.12
资产总额（亿元）	1217.73	1218.43	1223.91
实收资本（亿元）	50.00	50.00	50.00
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	307.60	272.57	273.66
短期债务（亿元）	10.51	39.05	58.46
长期债务（亿元）	349.85	301.78	287.57
全部债务（亿元）	360.36	340.83	346.03
营业总收入（亿元）	9.41	16.40	5.21
营业成本（亿元）	6.81	14.26	3.79
其他收益（亿元）	0.02	0.02	0.00
利润总额（亿元）	-10.47	0.20	1.41
EBITDA（亿元）	-6.88	3.30	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.29	0.44	0.33
经营活动现金流入小计（亿元）	10.56	15.22	18.21
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.17	-23.84	13.04
投资活动现金流量净额（亿元）	-42.27	-17.21	9.92
筹资活动现金流量净额（亿元）	49.13	40.13	-8.67
财务指标			
现金收入比（%）	3.07	2.69	6.41
营业利润率（%）	20.74	10.03	25.77
总资本收益率（%）	-1.07	0.44	--
净资产收益率（%）	-3.31	-0.01	--
长期债务资本化比率（%）	53.21	52.54	51.24
全部债务资本化比率（%）	53.95	55.56	55.84
资产负债率（%）	74.74	77.63	77.64
流动比率（%）	143.52	129.96	127.08
速动比率（%）	65.37	56.98	57.33
经营现金流动负债比（%）	-1.28	-3.71	--
短期债务占比（%）	2.92	11.46	16.89
现金短期债务比（倍）	0.13	0.02	0.26
EBITDA 利息倍数（倍）	-0.89	0.52	--

注：1. 公司本部 2026 年一季度财务报表未经审计； 2. 本报告将公司本部的长期应付款中有息部分纳入长期债务核算； 3. 标“--”处表示数据不适用
 资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表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	
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+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

附件 4-4 列入评级观察设置及含义

列入评级观察是对于已对受评主体给出了评级结果，由于突发事件，且对突发事件暂时没有结论时，采取的一种评级行动。评级观察分为“列入正面观察名单”“列入负面观察名单”和“列入评级观察名单”。

评级观察分类	含义
列入正面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能上调
列入负面观察名单	未来 3~6 个月内信用评级有可能下调
列入评级观察名单	重大事件或者其他变动因素对受评对象信用水平的影响不明朗，未来 3~6 个月内信用评级的调整方向尚无法判断