



信用等级通知书

信评委函字[2020]Y003号

中诚信证券评估有限公司对济南城市建设集团有限公司及其拟发行的“2019年第一期济南城市建设集团有限公司公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，济南城市建设集团有限公司主体信用等级为AAA，评级展望稳定；“2019年第一期济南城市建设集团有限公司公司债券”的信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零二零年一月六日

2019 年第一期济南城市建设集团有限公司公司债券信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	济南城市建设集团有限公司
发行规模	15亿元
债券期限	5年，附设第3个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权
债券利率	固定利率
偿还方式	每年付息一次，到期一次还本，年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息

概况数据

济南城建集团 (合并口径)	2016	2017	2018	2019.3
总资产(亿元)	1,588.67	1,768.32	1,935.53	2,032.60
所有者权益合计(亿元)	497.92	505.18	680.67	688.71
总负债(亿元)	1,090.76	1,263.14	1,254.86	1,343.89
总债务(亿元)	740.44	789.81	882.35	914.88
营业总收入(亿元)	263.18	182.35	231.41	40.84
经营性业务利润(亿元)	13.43	21.78	21.36	1.81
净利润(亿元)	19.49	21.66	20.76	1.60
EBIT(亿元)	24.02	30.60	29.99	3.80
EBITDA(亿元)	26.40	37.01	34.75	--
经营活动净现金流(亿元)	-2.81	-13.57	-20.16	-11.50
收现比(X)	1.02	0.98	1.21	1.73
总资产收益率(%)	1.66	1.82	1.62	0.77
营业毛利率(%)	10.33	18.21	16.45	12.63
应收类款项/总资产(%)	8.31	8.12	9.35	7.65
资产负债率(%)	68.66	71.43	64.83	66.12
总资本化比率(%)	59.79	60.99	56.45	57.05
总债务/EBITDA(X)	28.05	21.34	25.39	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.76	1.03	0.93	--

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制，其中2016年财务报表为经审计的模拟财务报表；2、将公司各期财务报表中“长期应付款”中有息债务纳入长期债务核算；3、将公司各期财务报表中“其他流动负债”中有息债务纳入短期债务核算；4、公司未提供2019年一季度现金流量补充表，故相关指标失效；5、2019年一季度中总资产收益率指标为年化数据。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2019年第一期济南城市建设集团有限公司公司债券”的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定济南城市建设集团有限公司（以下简称“济南城建集团”或“公司”）主体信用等级为AAA，评级展望为稳定。该级别反映了济南城建集团偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。中诚信证评肯定了济南市区域经济发展较快，为公司发展提供了良好外部环境；公司在济南市城市建设领域具有重要地位；强有力的政府支持等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到公司土地熟化收入存在波动，商业房地产开发资金周转承压，受宏观政策影响较大；近年债务上升较快，未来资本支出压力较大；公司平台整合工作仍在推进中，未来战略规划需进一步明确等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正面

- 区域经济发展较快，为公司发展提供了良好外部环境。近年来济南市经济平稳增长，2018年济南市实现地区生产总值7,856.56亿元，同比增长7.4%；固定资产投资同比增长9.6%，济南市稳步增长的区域经济实力为公司发展提供了良好的外部环境和基础。
- 公司在济南市城市建设领域具有重要地位。公司是在滨河集团、西城集团等28家企业的基础上合并组建而成，目前已完成合并一级子公司11家，被济南市政府定位为主要负责城市开发、建设与经营，在济南市城市建设领域具有重要地位。
- 强有力的政府支持。作为济南市整合后的6大市级投融资平台之一，公司得到市政府在业务开展、资产注入、政府补贴和债务置换等方面

分析师

崔贺筠 cjzhai@ccxr.com.cn

刘桥青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2020年1月6日

的大力支持。

关注

- 土地熟化收入存在波动，商业房地产开发资金周转承压，受宏观政策影响较大。土地熟化业务是公司重要业务之一，但该业务易受济南市政府土地规划的统筹安排影响；商业房地产存量项目销售缓慢，资金周转或将承压，同时易受宏观经济以及国家对房地产市场调控政策影响，存在一定不确定性。
- 近年债务上升较快，未来资本支出压力较大。为支持自身业务发展，公司资金需求量较大，债务规模近年来持续攀升，2016年~2018年末，公司总债务分别为740.44亿元、789.81亿元和882.35亿元，未来各业务板块后续投资规模较大，公司仍面临较大的资金压力。
- 公司平台整合工作仍在推进中，未来战略规划需进一步明确。根据济南市政府规划，济南市整合6大市级融资平台，其中济南城建集团共整合28家企业。截至报告出具日，公司重要优质资产划转及平台整合事项已基本完成，但部分子公司尚未完成股权工商变更登记。此外，公司未来战略规划需进一步明确。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对济南城市建设集团有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

济南城市建设集团有限公司于 2017 年 6 月注册成立，是济南市政府国有资产监督管理委员会（以下简称“济南市国资委”）直属国有独资公司。

为实现政资分离，提升国有资产经营效率，做大做强市级投融资平台，2017 年 5 月，济南市人民政府出台市级平台整合方案，整合完成后济南市共有包括济南城建集团在内的六大集团，其中济南城建集团主要负责城市开发、建设与经营等，以建筑安装和市政建设、城市道路、桥隧建设为主业。根据济政发[2017]8 号《济南市人民政府关于印发济南市实际投融资平台整合调整方案的通知》、济政字[2017]31 号《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》以及 2018 年 11 月 5 日济南市国资委出具的《关于济南城市建设集团有限公司整合企业有关情况的说明》，将济南西城投资开发有限公司（以下简称“西城集团”）、济南滨河新区建设投资集团有限公司（以下简称“滨河集团”）、原市市政公用局管理的济南城建集团有限公司（以下简称“城建公司”）和济南黄河路桥建设集团有限公司（以下简称“黄河路桥公司”）等 28 家企业合并组建济南城建集团。截至 2019 年 3 月末，济南城建集团整合工作仍在进行中，但重要优质资产划转及平台整合事项已基本完成。目前，28 家企业已全部实现由公司统一管理，其中 11 家子公司已实现并表，3 家公司已完成股权工商变更登记，但无实际业务，未来计划注销¹，其余 14 家公司将根据实际经营情况确定整合方案，尚存在一定的不确定性。中诚信证评将持续关注公司的整合进度。

截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 450 亿元，实收资本为 368.46 亿元，唯一股东为济南市国资委，实际控制人为济南市人民政府。

截至 2018 年末，公司总资产 1,935.53 亿元，所有者权益合计 680.67 亿元，资产负债率 64.83%。

2018 年，公司实现营业总收入 231.41 亿元，净利润 20.76 亿元，经营活动净现金流-20.16 亿元。数据统计口径为济南城市建设集团公司及合并范围内 11 家一级子公司，本报告财务数据均采用该口径。

截至 2019 年 3 月末，公司总资产 2,032.60 亿元，所有者权益合计 688.71 亿元，资产负债率 66.12%。2019 年 1~3 月，公司实现营业总收入 40.84 亿元，净利润 1.60 亿元，经营活动净现金流-11.50 亿元。

募集资金概况

本次公司债券的发行规模 15 亿元，期限 5 年，附设第 3 个计息年度末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券每年付息一次，到期一次还本，年度付息款项自付息日起不另计利息，本金自兑付日起不另计利息。本期债券采用固定利率形式，单利按年付息，不计复利。

本次债券设置公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。在本期债券存续期内第 3 个计息年度末，公司可选择上调或下调本期债券的票面利率 0-300 基点（含本数），调整幅度以《票面利率调整及投资者回售实施办法的公告》为准。公司刊登关于是否调整本期债券票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权选择将所持债券的全部或部分按面值回售给公司，或选择继续持有本期债券。公司有权选择将回售的债券进行转售或予以注销。投资者选择将持有的本期债券全部或部分回售给公司的，须于公司调整票面利率公告日起 5 个工作日内进行登记；若投资者未做登记，则视为继续持有债券。

募集资金用途

本次债券拟募集资金 15 亿元，全部用于补充公司营运资金。

行业及区域经济环境

济南市区域经济概况

济南市是山东省省会，北接京津唐，南连长三角，西连黄河中上游，东连胶东半岛，在山东省处

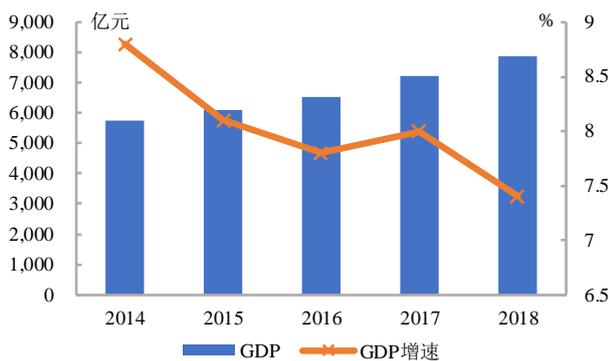
¹ 3 家公司系济南市长建人防工程设计咨询有限责任公司、济南市泉城工程造价咨询中心、济南凯发房地产咨询有限公司。

于承东接西的位置，是连接华东、华北和中西部地区的重要枢纽。

近年来，济南市经济稳步增长，产业结构调整步伐加快。2018年，济南市实现生产总值7,856.56亿元，同比增长7.4%。分产业看，第一产业增加值272.42亿元，同比增长2.5%；第二产业增加值2,829.31亿元，同比增长7.8%；第三产业增加值4,754.83亿元，同比增长7.5%。三次产业结构比由2017年的4.4: 35.7: 59.9调整为2018年的3.5: 36.0: 60.5。

固定资产投资方面，2018年，济南市固定资产投资同比增长9.6%。分产业投向来看，第一产业投资增长9.8%；第二产业投资下降10.1%；第三产业投资增长14.3%。在投资总量保持高位平稳增长的同时，济南市固定资产投资结构也得到进一步优化。

图 1: 2014 年~2018 年济南市 GDP 及增速



资料来源：济南市国民经济和社会发展统计公报

2018年，济南市全部工业增加值比上年增长7.0%。规模以上工业增加值增长7.1%，按经济类型看，公有制经济增加值增长9.2%，非公有制经济增加值增长5.3%；按轻重工业看，轻工业增加值增长5.6%，重工业增加值增长7.6%。规模以上工业主营业务收入5,171.0亿元，增长6.5%。

济南市经济的增长带动了消费水平的稳步提高。2018年济南市社会消费品零售总额4,404.5亿元，比上年增长10.0%。其中，商品零售3,717.7亿元，同比增长10.0%；餐饮收入686.8亿元，同比增长9.9%。分城乡看，城镇社会消费品零售额4,003.1亿元，增长10.0%；乡村社会消费品零售额401.4亿元，增长9.4%。全年限额以上单位实现零售额1,334.4亿元，增长7.7%。

稳定的经济增长和合理的产业结构为济南市

财政实力形成了有力的支撑。2016年~2018年，全市一般公共预算收入分别为641.22亿元、677.21亿元和752.82亿元，呈稳步增强趋势，其中税收收入占一般公共预算收入的比重分别为77.72%、80.01%和82.29%，税收对一般公共预算收入的贡献较大且不断提高。同期，济南市分别实现政府性基金收入766.75亿元、889.23亿元和1,340.21亿元，2018年当地房地产市场行情上涨使得土地出让收入增长较快。

表 1: 2016 年~2018 年济南市财政收支情况 (亿元)

	2016	2017	2018
一般公共预算收入	641.22	677.21	752.82
其中：税收收入	498.38	541.80	619.50
非税收入	142.83	135.41	133.32
一般公共预算支出	740.95	834.15	1,018.25
政府性基金收入	766.75	889.23	1,340.21
政府性基金支出	767.12	933.24	1,452.20
财政平衡率 (%)	86.54	81.19	73.93

注：财政平衡率=一般公共预算收入/一般公共预算支出。

资料来源：济南市财政局

财政支出方面，2016年~2018年，济南市一般公共预算支出分别为740.95亿元、834.15亿元和1,018.25亿元。同期，济南市财政平衡率分别为86.54%、81.19%和73.93%，一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度整体较好，但财政支出压力有所显现。

总体来看，济南市地理位置优越，交通便利，城市经济和财政实力均较强。未来，济南市将加大产业升级和经济转型力度，不断提升城市综合竞争力，实现经济可持续发展。

竞争实力

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），济南市将整合6大市级融资平台，分别为济南城市投资集团有限公司（以下简称“城市投资集团”）、济南城市建设集团有限公司（以下简称“济南城建集团”）、济南产业发展投资集团有限公司（以下简称“产业发展投资集团”）、济南轨道交通集团有限公司（以下简称“轨道交通集团”）、济南金融控股集团有限公司（以下简称“金融控股集团”）、济南文旅发展集团

有限公司（以下简称“文旅发展集团”）。上述 6 大市级平台均为国有独资企业，出资人均均为济南市国资委，具体来看：（1）城市投资集团由济南城市建设投资集团有限公司和济南旧城开发投资集团有限公司等企业组建，主要负责筹集并管理城市建设资金，投资城市基础设施及配套项目建设、棚改旧改、老旧建筑保护及中央商务区建设等；（2）济南城建集团由西城集团和滨河集团等企业组建，主要负责城市开发、建设与经营，包括市政工程、城市道路、桥隧建设等方面；（3）产业发展投资集团由济南产业发展投资集团有限公司等企业组建，主要负责成立产业发展基金，最大限度拉动社会资本和信贷资金投入，以支持济南市实体经济的发展；（4）轨道交通集团即为济南轨道交通集团有限公司，主要负责轨道交通的建设和规划；（5）金融控股集团由济南财金投资控股集团有限公司更名，并联合济南市经济技术投资公司，主要提供综合金融服务；（6）文旅发展集团由济南市旅游服务总公司等企业组建，主要从事文化、旅游和体育产业的发展。济南市国资委本着达成产业相关、业务协调、优势互补的原则，根据功能平台定位进行平台组建及整合。济南城建集团被济南市政府定位为主要负责城市开发、建设与经营，在济南城市建设领域具有重要地位，预计未来公司将获得政府的大力支持。根据济南市政府规划，目前滨河集团和西城集团原承接的建设项目仍由其作为开发及建设主体，但未来济南市的城市基础设施及配套、棚改旧改等项目将统一由城市投资集团承担，中诚信证评将对济南市市级平台整合进度及公司未来战略规划保持持续关注。

政策方面，公司子公司滨河集团和西城集团分别负责滨河新区以及小清河流域和西部新城区的土地开发，在各自开发区域具有专营优势。2011 年，《济南市滨河新区城市发展战略规划及重点地区概念性规划》指出：将总面积 158 平方公里的小清河开发建设受益范围列为济南市滨河新区，由滨河集团子公司小清河开发建设投资有限公司（以下简称“小清河开投”）承担开发建设任务。此外，经济南市国土资源局《关于对国有土地使用权收回（购）工作进行委托的函》（济国土资函【2008】

491 号）文件批准，西城集团负责西部新城区建设项目范围内涉及的国有土地整理、熟化以及一级开发工作，主要开发片区为西客站片区和大学科技园片区。随着土地一级和二级开发的持续推进以及周边区域的不断发展，公司土地储备价值大大提升，增强了公司的竞争实力。

资金方面，济南市财政局制订了《济南市小清河综合治理专项资金管理办法（试行）》（济财办[2007]29 号）（以下简称“专项资金管理办法”），根据专项资金管理办法，小清河流域综合治理专项资金来源为济南市政府授权开发建设范围内产生的土地出让净收益、城市建设配套费，规划受益范围内的冠名权、广告收益，河道工程维护管理费、生态补偿专项资金和其他专项资金，上述资金需专项用于小清河流域综合治理和开发建设。2011 年，济南市人民政府与全资子公司小清河开投签订了《济南市小清河综合治理工程投资建设与转让回购（BT）协议》（以下简称“《BT 协议》”），济南市政府以政府回购的方式于 2013 年~2027 年按年拨付 BT 项目回购资金，回购资金来源与上述“济财办[2007]29 号”文件中专项资金的来源相同。

资产方面，根据《济南市人民政府关于同意将天桥区部分社区居委会国有建设用地纳入政府土地储备并划转市小清河开发建设投资有限公司的批复》（济政土字[2010]164 号）和《关于将天桥区部分社区居委会国有建设用地纳入政府储备并划转至市小清河开发建设投资有限公司的函》（济国土资函[2010]454 号），济南市国土资源局将天桥区药山街道办事处东沙社区居民委员会、王炉社区居民委员会、卢庄社区居民委员会共 822,856 平方米土地和天桥区洛口街道办事处李庄社区居委会、南徐社区居委会、北徐社区居委会共 1,220,100 平方米土地纳入政府储备并作为资产划至小清河开投。截至目前上述资产已划转完毕。

在资金支持上，城建集团于 2016 年~2018 年分别获得政府补贴 1.94 亿元、4.05 亿元和 2.07 亿元。

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》（财预【2014】351 号），济南市政府对市属国有企业存量债务进行清理、甄别，截至 2019 年 3 月末，公司已置换债务规模为

320.26 亿元，其中滨河集团 101.54 亿元，西城集团 218.71 亿元。

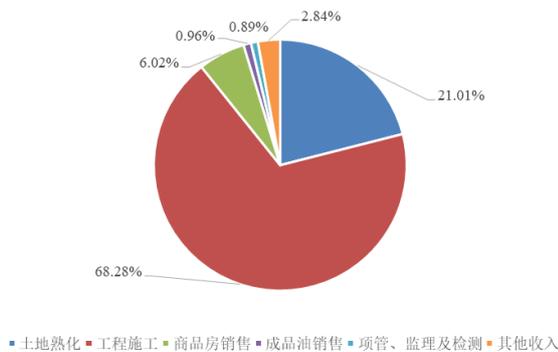
此外，在此次整合工作中公司新增工程施工业务，具体由城建公司和黄河路桥等公司运营，公司施工资质齐全，具备市政公用工程施工总承包特级资质、公路工程总承包一级资质、桥梁、公路路面和公路路基工程专业承包一级资质等，业务区域覆盖全国，特别在济南市地区具有较强的竞争优势。

总体来看，在济南市推进整合六大市级平台公司的过程中，滨河集团和西城集团仍将作为济南市的建设及投融资主体，在业务开展、资产注入、政府补贴和债务置换等方面获得济南市人民政府的持续支持。此外，此次整合中公司新增工程施工板块，新并入的建筑施工企业资质优良，在济南市地区业务开拓能力较强，有利于促进公司业务结构多元化发展，增强公司竞争优势。综上，公司具备很强的抗风险能力。

业务运营

公司营业总收入主要来自土地整理熟化及工程施工，此外还有部分收入来自商品房销售、成品油销售和项目管理、监理及监测等。2016 年~2018 年，公司分别实现营业总收入 263.18 亿元、182.35 亿元和 231.41 亿元，其中土地整理熟化收入分别为 158.06 亿元、49.92 亿元和 48.61 亿元，工程施工收入分别为 86.33 亿元、116.78 亿元和 158.01 亿元，上述两项业务收入合计占当期营业总收入的比重分别为 92.86%、91.42%和 89.29%。

图 2：2018 年公司营业总收入构成



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

土地开发

公司土地开发业务涉及国有土地整理、熟化和一级开发工作，主要由子公司西城集团和滨河集团负责运营。其中，西城集团主要负责西部新城区，滨河集团主要负责滨河新区和小清河片区。

根据《济南市人民政府关于调整国有土地使用权出让净收益分配办法的通知》（济政发[2012]11号）文件和《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》（济政发[2015]8号）文件的规定，公司土地整理熟化的业务运营模式为：西城集团和滨河集团将各自负责区域内的土地进行征收并熟化后，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的方式进行出让，所得收入上缴济南市财政局。每年年初西城集团和滨河集团与济南市政府约定土地移交价格，政府根据移交时约定的价格和移交面积支付相应款项，西城集团和滨河集团以此确认土地开发整理收入，并根据土地开发整理过程中实际发生的成本如拆迁费、规划设计费、场地平整费、道路工程费等结转成本。

对于西部新城范围的土地整理和熟化业务，西城集团主要采取自主开发的模式。对于滨河集团负责的小清河综合治理工程范围内的土地整理和熟化业务，滨河集团采取自主开发和合作开发的模式。自主开发方面，滨河集团和西城集团通过银行贷款、自有资金投入等方式募集资金对可开发用地进行拆迁安置和土地平整，土地平整后由济南市土地储备中心收回，济南市土地储备中心以招拍挂的方式出让土地，土地熟化成本及收益从土地出让金返还。合作开发方面，滨河集团通过济南市国土部门公开征集土地熟化投资人，并利用土地熟化投资人缴纳的土地熟化保证金进行招标地块的征迁、平整以及一级开发，待地块满足上市条件后由济南市土地储备中心以招拍挂方式定向出让予土地熟化投资人，土地熟化成本及收益从土地出让金返还，滨河集团收到成本及收益的返还后偿还熟化保证金。

具体操作上，西城集团和滨河集团的土地竞得人在与市土地储备中心签订购地合同时缴纳土地全部价款的 20%作为保证金，交易完成后的 1 个月内支付 50%土地出让款，6 个月内支付剩余 50%土

地出让款。济南市财政局根据收到的土地出让款进度核算成本及收益，后按照约定比例将土地成本及收益分别返还至西城集团和滨河集团，回款周期约在1年以内。

西城集团主要负责济南西部新城范围内的西客站和大学科技园两大片区的土地开发整理。西客站片区总面积为33,054亩，可形成供出让的经营性用地12,167亩，总投资615.00亿元，截至2018年末已完成投资453.39亿元；大学科技园片区总面积为40,049亩，可形成供出让的经营性用地10,402亩，总投资313.49亿元，截至2018年末已完成投资151.65亿元。

表2：2016年~2018年西城集团主要土地开发整理情况

地块名称	总面积 (亩)	可形成供出让的经营性用地 (亩)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)
西客站片区	33,054	12,167	615.00	453.39
大学科技园片区	40,049	10,402	313.49	151.65
合计	73,103	22,569	928.49	605.04

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年~2018年，西城集团土地出让面积分别为1,369.61亩、300.36亩和531.30亩；出让金额分别为33.25亿元、28.48亿元和32.03亿元，均已实现回款，各年出让单价根据土地位置及用途有所变化。

表3：2016年~2018年西城集团土地开发业务情况

年度	出让面积 (亩)	土地开发出让金额 (亿元)	已回款金额 (亿元)
2016	1,369.61	33.25	33.25
2017	300.36	28.48	28.48
2018	531.30	32.03	32.03
合计	2,201.27	93.76	93.76

注：公司2016年成交土地为政府引入重点项目用地及公司用于安置房建设的自摘地，土地均以成本价出让。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

在滨河集团负责的小清河区域土地熟化工作中，比较重要的项目包括华山片区、北湖片区和吴家堡片区。其中，华山片区和北湖片区的土地开发业务主要采用引入熟化投资人的合作开发模式，上述2个片区计划总投资为254.42亿元，主要用于土地征迁及房屋征收补偿。华山片区总面积为22,032亩，可形成供出让的经营性用地10,000亩，总投资

为142.10亿元，截至2018年末，已完成投资131.86亿元；北湖片区总面积为3,399亩，可形成供出让的经营性用地2,001亩，总投资为112.32亿元，截至2018年末，已完成投资95.54亿元；吴家堡片区总面积为24,000亩，可形成供出让的经营性用地12,000亩，总投资为228.37亿元，截至2018年末，已完成投资16.29亿元。

表4：截至2018年末滨河集团主要土地开发整理情况

地块名称	总面积 (亩)	可形成供出让的经营性用地 (亩)	总投资 (亿元)	已投资 (亿元)
华山片区	22,032	10,000	142.10	131.86
北湖片区	3,399	2,001	112.32	95.54
吴家堡片区	24,000	12,000	228.37	16.29
合计	49,431	24,001	482.79	243.69

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

2016年~2018年末，滨河集团实现土地出让面积分别为3,332.21亩、926.26亩和105.35亩，确认土地开发整理收入分别为130.36亿元、26.48亿元和7.83亿元，均已实现回款，各年出让单价根据土地位置及用途有所变化。

表5：2016年~2018年滨河集团土地开发业务情况

年度	出让面积 (亩)	土地开发出让金额 (亿元)	已回款金额 (亿元)
2016	3,332.21	130.36	130.36
2017	926.26	26.48	26.48
2018	105.32	7.83	7.83
合计	4,363.79	164.67	164.67

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，公司的土地开发业务主要集中在西部新城、滨河新区和小清河片区，受济南市城市规划的影响，近年来土地出让面积及出让收入有所波动。虽然公司土地整理面积规模较大，但熟化投资人的引入在一定程度上减轻了公司的资金负担。由于土地开发整理业务易受到政策性调控以及房地产市场的影响，同时还受到土地出让金回款进度的影响，未来公司土地开发业务成本和收益返还仍存在一定不确定性，中诚信证评将持续关注公司土地出让情况及收益返还情况。

商业地产开发业务

公司商业地产业务主要由子公司西城集团及其全资子公司济南西城置业有限公司和滨河集团

及其子公司济南滨湖地产有限公司（以下简称“滨湖地产”）运营。

西城集团商业地产开发经营模式包括自主开发和合作开发两种方式，主要以自主开发模式为主。合作开发方面，公司同国内知名房地产企业联合成立置业公司，采用联合摘牌的方式为下一步商业开发储备经营性用地，公司不参与运营，项目开发完成后，每年按照股权比例获得分红收益。公司先后与中建、恒大、山东高速等开发商成立山东中建西城投资有限公司、山东高速济南投资公司和济南恒大西区置业有限公司等置业公司，通过联合摘牌土地已超过 1,500.00 亩，合作项目包括恒大雅苑、中建锦绣城、高速配套高层。

自主开发方面，近年来，西城集团先后开发了西元大厦项目、济水上苑项目（南区）、蓝天绿园和济南印象等项目，总投资 59.90 亿元，总开发面积 84.80 万平方米。目前上述项目均已完工，截至 2018 年末已收到购房款项共计 33.28 亿元，另有部分房产建成后由公司自持或出租。

表6：截至 2018 年末西城集团已完工房地产项目

项目名称	项目类型	计划总投资	（万平方米、亿元、%）		
			建筑面积	已售面积	已收到购房款
西元大厦项目	商业	3.60	5.50	5.50	2.68
济水上苑项目（南区）	住宅	25.00	39.00	37.32	23.38
蓝天绿园	住宅	6.36	12.30	12.30	4.98
印象济南	商业	24.94	28.00	16.43	2.24
合计	-	59.90	84.80	71.55	33.28

注：1、除西元大厦外，其余项目尚未竣工决算；2、西元大厦项目部分房产由公司自持，蓝天绿园和印象济南项目部分房产由公司自持或出租。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

截至 2018 年末，西城集团在建房地产项目主要有汇金国际、总部基地、济水别院及天风云墅和济水上苑（北区）项目，均采用自主开发模式，总投资额为 113.75 亿元，已完成投资 55.82 亿元。上述在建项目总开发面积为 174.68 万平方米，截至 2018 年末，已销售面积 39.27 万平方米，已实现销售额 39.56 亿元。拟建项目为宜家西 B、C 地块和济水学苑项目，总投资 60.36 亿元。总的来看，公司未来面临较大的投资压力。

表7：截至 2018 年末西城集团在建房地产项目（万平方米、亿元）

项目名称	项目类型	总投资额	已投资额	总开发面积	已销售面积	已销售额	计划投资		
							2019	2020	2021
汇金国际	商业	7.80	6.20	9.30	0.00	0.00	2.28	-	-
总部基地项目	商业	42.15	17.33	43.17	5.20	5.39	12.41	12.41	-
济水别院、天风云墅	住宅	38.80	12.69	91.00	10.41	6.93	8.70	8.70	8.70
济水上苑（北区）	住宅	25.00	19.60	31.21	23.66	27.24	3.60	1.80	-
合计	-	113.75	55.82	174.68	39.27	39.56	26.99	22.91	8.70

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

表8：截至 2018 年末西城集团拟建房地产项目（万平方米、亿元）

项目名称	建设周期	总投资额	建设面积	未来投资计划		
				2019	2020	2021
宜家西 B、C 地块	2019.12-2022.12	22.70	31.50	0.15	-	-
济水学苑	2019.08-2022.12	37.66	36.70	1.03	-	-
合计	-	60.36	68.20	1.18	-	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

滨河集团商业地产开发业务的主要项目为滨河商务中心。滨湖集团于 2012 年通过“招拍挂”购得板桥东地块，地块面积 42.39 亩，滨湖地产共计支付土地出让金 20,580 万元，土地均价为 485 万元/亩，地块规划用途为商务金融。该地块经滨湖集团开发整理，在滨湖集团上缴土地出让金后可获得

成本及收益返还，实际拿地成本很低。滨湖地产以该地块入股，与山东江苏商会、泉州商会合作开发了滨河商务中心项目。

滨河商务中心是集商业、办公、餐饮和公寓为一体的大型城市综合体，分为 A、B、C、D 四幢，总建筑面积为 20.63 万平方米，可租售面积合计

14.35 万平方米，于 2014 年 4 月开始预售。项目总投资为 11.72 亿元，截至 2018 年末已完成投资 12.27 亿元，目前在综合验收阶段。公司通过滨河商务中心的房产出售、出租获得收入，截至 2018 年末，滨河商务中心可出售房产 2,166 套，累计已售 586 套，出售房产累计实现收入 67,420 万元；可售房产中 54 套可用于出租，其中四套已出租，分别出租给北京银行、天津银行、山东盈滨酒店和新旧动能先行投资公司，每年租金合计 1,088.96 万元。

总体来看，公司存量房地产项目有待消化，在建及拟建项目面临较大投资压力，且易受房地产行业波动影响，中诚信证评将持续关注公司商业地产开发资金周转情况及可能面临的政策及市场风险。

基础设施建设

公司基础设施建设业务主要由子公司西城集团和滨河集团运营，负责的基础设施建设主要包括道路、绿化、场馆等市政基础设施及公租房、安置房（棚户区改造）等。从资金平衡角度来看，上述基础设施建设项目可分为两类，第一类建设项目的投资资金由财政资金和项目自身可产生的现金流平衡；第二类建设项目的投资资金从土地资源开发产生的收入进行平衡。

西城集团作为济南市西部新城市政基础设施项目的投融资和项目建设主体，先后承接了区域内一批重大市政基础设施项目，主要包括公租房、西客站文化中心大剧院、济南市三馆、二环西路、三馆二期等。其中第一类建设项目包括济南市三馆等，全部由财政出资；第二类建设项目主要包括公租房、省会文化艺术中心和二环西路高架地面工程等。

目前，西城集团主要在建项目包括西客站片区安置三区、西客站片区市政道路、济西湿地公园、西客站站区配套设施等项目，计划总投资 357.72 亿元，截至 2018 年末已完成投资 245.48 亿元，未来仍需投入 112.24 亿元，且资金多由公司自筹，西城集团存在一定的资本支出压力。

表9：截至 2018 年末西城集团基础设施在建项目情况(亿元)

项目名称	建设期间	计划总投资	已投资
西客站市政道路	2008-2022	87.50	44.42
西客站安置三区	2011-2018	35.75	52.21
西客站站区配套设施	2011-2014	17.48	15.36
济西湿地	2014-2018	13.98	31.56
会展中心	2015-2020	74.08	30.33
西客站安置一区	2008-2017	11.99	17.59
大学科技园安置房三期	2011-2019	23.93	14.78
腊山河综合治理	2012-2018	15.00	9.08
大庙屯棚户区改造	2014-2018	5.19	6.86
东彩石安置房	2015-2018	5.81	5.70
西客站安置二区	2011-2018	30.90	4.74
西城健康养老中心	2015-2018	7.42	5.84
首农项目	2015-2018	0.70	1.01
三馆二期	2015-2018	27.99	6.00
合计	--	357.72	245.48

注：1、部分项目已投资额超过计划总投资额，系已投资额中包含土地出让成本而计划总投资额中未包含该成本；2、西客站片区安置一区项目已完工但未决算，故仍列在建。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

滨河集团主要承担了小清河流域综合治理任务及滨河新区的公租房、安置房建设，其中第一类建设项目主要为公租房项目。滨河集团承担的公租房项目主要为清雅居公租房、滨河新苑公租房和滨河新居公租房项目，项目用地性质均为划拨地，总投资额分别为 18.60 亿元、6.82 亿元和 6.55 亿元，截至 2018 年末，分别已完成投资 15.65 亿元、4.22 亿元和 2.65 亿元。其中，清雅居公租房目前已完工，但尚未竣工结算，因土地由出让改为划拨，导致实际投资额与概算投资额相比有所减少；由于公租房具备公益救助属性，租金收入无法有效覆盖公司成本与费用，济南市政府计划将其转为由济南市房管局进行管理，目前出租管理权已转移，产权划转情况尚未确定。中诚信证评将对该资产划转事项保持关注。

第二类建设项目为小清河流域综合治理项目和安置房项目。其中小清河流域综合治理项目总投资 85.62 亿元，截至 2018 年末，已累计完成投资 115.15 亿元。该项目由济南市人民政府与小清河开投签订了《BT 协议》，回购款共计 91.61 亿元，济南市政府 2013 年~2027 年每年支付回购资金 6.11

亿元，回购资金来源为小清河地区开发范围内的土地出让净收益等收入，公司将土地返还资金视为BT回购款。由于工程周期延长，项目投资已超过概算总投资，但目前来看该项目资金能够实现平衡，故协议中由政府支付的回购金额未相应上调。滨河集团从事华山片区、北湖片区及吴家堡片区的土地整理开发，同时承担上述三个片区的安置房建设任务，主要包括征收、拆迁、安置及建设安置房等，安置房收入根据所在片区土地整理收入的确认进度，按安置房建设成本在总的土地整理成本中的占比等比例确认，并包含在土地整理收入中；同时根据所在区域的土地整理进度确认安置房建设成本，逐步分摊至土地开发整理成本中。目前各片区均有部分棚改项目纳入山东省和济南市规划，公司在建的安置房建设项目共有4个，分别为华山安置一区、华山安置二区、吴家堡安置一区、北湖安置房项目，规划总建筑面积为369.17万平方米，总投资额57.21亿元，截至2018年末，已完成投资53.16亿元。

表10：截至2018年末滨河集团安置房项目情况
(万平方米、亿元)

项目名称	总建筑面积	总投资额	已投资额
华山安置房一期	86.88	10.83	14.63
华山安置房二期	217.02	27.07	26.80
吴家堡安置房一期	50.83	11.63	8.52
北湖安置房	14.44	7.68	3.21
合计	369.17	57.21	53.16

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，公司基础设施建设业务未来的投资压力主要集中在西城集团，资金来源多为西城集团自筹，中诚信证评将对公司基础设施后续建设进度的推进和资本支出压力情况进行持续关注。

工程施工

公司工程施工业务主要由城建公司、黄河路桥及其下属子公司负责，主要开展高速公路、水利水电、市政工程和房屋建筑等施工业务。其中，城建公司以2018年5月31日作为基准日开展混合所有制改革，目前仍在推进中，中诚信证评将对该事项保持持续关注。

业务资质方面，城建公司具备市政公用工程施

工总承包特级资质，拥有公路工程总承包一级资质，桥梁、公路路面、公路路基工程专业承包一级资质，建筑工程施工总承包二级资质，拥有市政行业工程设计甲级资质、风景园林工程设计专项乙级资质和建筑行业（建筑工程）乙级资质。黄河路桥公司具备市政公用工程施工总承包一级资质，建筑、公路工程总承包二级资质，桥梁工程专业承包二级资质，拥有水利水电总承包、公路路面专业承包、公路路基专业承包三级资质，拥有特种工程（结构补强）专业承包和预拌混凝土专业承包资质。其中，城建公司承接项目有高速公路、水利水电（含桥梁）、市政工程和房屋建筑等，主要以市政工程为主；黄河路桥公司承接道路等市政工程项目。

业务模式方面，城建公司和黄河路桥公司目前所承建项目均采用总承包模式进行建设，具体模式为公司参与项目招投标，中标后进行工程施工建设，工程开工前，公司项目部收到业主拨付的10%预付工程款，随后按月确认工程进度，待中期计量支付证书经监理工程师、总监办、业主等相关部门审核批复后，再确认相应的工程计量收入和应收工程款，剩余5%~10%的尾款在项目验收后两年内完成结算。根据工程具体情况，公司或将部分工程路段分包给下属其他具有相关资质的子公司承做，并签署规范的分包合同，公司对分包的工程承担连带责任。

新签合同金额方面，2016年~2018年，公司新签合同额分别为234.72亿元、227.94亿元和297.47亿元。公司新签合同业务类型以市政工程为主，2018年市政工程的新签合同额占总新签合同金额的98.38%。从合同金额的规模来看，公司近年来新签合同以大额合同为主，2018年，2亿元以上合同占比为56.79%。从合同金额的区域构成来看，济南市的新签合同额保持较高水平，2018年新签合同额中济南市占比56.62%，济南市外（山东省内）占比21.22%，分布在山东省各地市，以东营、临沂、青岛、烟台、聊城等为主，省外市场占比22.16%，项目范围覆盖全国多个省市，以安徽、江苏等为主，未来公司将重点拓展省外业务。

表11: 2016年~2018年公司新签合同额类别(亿元)

业务类型	2016	2017	2018
高速公路	0.97	1.67	0.00
水利水电(含桥梁)	0.10	0.00	1.69
市政工程	232.79	226.27	292.65
房屋建筑	0.86	0.00	3.13
合计	234.72	227.94	297.47

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表12: 2016年~2018年公司新签合同额规模(亿元)

合同金额	2016	2017	2018
5,000万元以下	28.03	25.00	44.16
5,000万元~2亿	33.01	67.56	84.39
2亿元以上	173.68	135.38	168.92
合计	234.72	227.94	297.47

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

表13: 2016年~2018年公司新签合同额区域构成(亿元)

区域	2016	2017	2018
济南市	171.30	106.24	168.43
济南市外(山东省内)	21.15	55.63	63.12
山东省外	42.27	66.07	65.92
合计	234.72	227.94	297.47

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

截至 2018 年末, 公司签订的规模较大的合同有顺河高架南延二期工程施工项目、济南市工业北路快速路建设工程三标段项目和济南市工业北路快速路建设工程二标段项目等 8 个项目, 总投资合计 89.44 亿元, 项目主要分布区域有山东省济南市、山东省青岛市、内蒙古呼和浩特市和江西省赣州市, 业主方多为政府市政工程部门及其管辖的国有公司。

表14: 近年来公司主要新签合同情况(亿元)

项目名称	施工主体	项目所在地	签约时间	业主	合同金额
顺河高架南延二期工程施工	城建公司	山东省济南市	2016	济南市市政公用事业局、济南市市政公用资产管理运营有限公司	12.51
济南市工业北路快速路建设工程三标段	城建公司	山东省济南市	2016	济南市市政公用资产管理运营有限公司	12.31
济南市工业北路快速路建设工程二标段	城建公司	山东省济南市	2016	济南市市政公用资产管理运营有限公司	11.83
呼和浩特市云中路新机场连接线工程	城建公司	内蒙古呼和浩特市	2017	呼和浩特市市政工程管理局	15.18
高架主干路网建设工程(赣州市客家大道西延高架段)	城建公司	江西省赣州市	2017	江西赣州高铁新区建设投资有限公司	10.67
济南市海绵城市政府和社会资本合作(PPP)模式项目玉绣河流域	黄河路桥公司	山东省济南市	2016	济南市市政公用事业局	5.38
济南市工业北路快速路建设工程第五标段	黄河路桥公司	山东省济南市	2016	济南市市政公用资产管理运营有限公司	11.33
青岛胶州技术开发区和谐大道、洮河路道路等市政基础设施工程	黄河路桥公司	山东省青岛市	2018	青岛胶州湾发展有限公司	10.23
合计	--	--	--	--	89.44

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司工程施工项目特点为数量多、金额小, 截至 2018 年末, 公司重要在建项目有 12 个, 合同金额共计 52.30 亿元, 已完成施工量为 27.11 亿元, 预计 2019 年全部竣工。工程项目主要分布在山东省内, 以济南市公路工程施工项目居多, 项目业主方主要为政府部门和国有企业, 包括济南市城乡交通运输委员会、济南轨道交通集团建设投资有限公司和江西赣州高铁新区建设投资有限公司等。

表15: 截至 2018 年末公司重要在建施工项目情况 (亿元)

项目名称	项目业主	合同金额	已完成施工量	预计竣工时间
济南市刘长山路(西十里河东街-二环西路)道路建设工程总承包(EPC)	济南市城乡交通运输委员会	7.78	5.27	2019年
济南市凤岐路道路建设工程施工(第一标段)	济南市城乡交通运输委员会	3.78	3.16	2019年
章丘引黄补源项目土建及管网工程	济南光大供水有限公司	2.25	1.87	2019年
高架主干路网建设工程(赣州市客家大道西延高架段)(A)	江西赣州高铁新区建设投资有限责任公司	7.38	1.66	2019年
济南市凤凰路道路建设工程施工第一标段	济南市政公用资产管理运营有限公司	4.22	4.02	2019年
济南市东客站综合交通枢纽进出场道路施工第一标段	济南轨道交通集团建设投资有限公司	6.18	1.80	2019年
济南市东客站综合交通枢纽南北广场地下工程土建施工	济南轨道交通集团建设投资有限公司	1.81	2.02	2019年
济南市北园大街快速路西延建设工程施工三标	济南市城乡交通运输委员会	4.62	1.26	2019年
高架主干路网建设工程(赣州市客家大道西延高架段)(B)	江西赣州高铁新区建设投资有限责任公司	3.29	1.11	2019年
济南市轨道交通 R3 线一期土建工程施工五标段	济南轨道交通集团建设投资有限公司	4.55	2.33	2019年
南外环东延道路工程	济南市章丘区住房和城乡建设管理委员会	5.31	1.52	2019年
G210 三桥经沙文至扎佐一级公路兼城市干道工程项目路面施工 I 标段	贵阳市建设投资控股有限公司	1.13	1.09	2019年
合计	--	52.30	27.11	--

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司承接的部分施工项目为 PPP 项目, 公司作为社会资本方参与投资, 出资比例通常为 90%, 通过政府付费方式回款, 同时公司作为该项目的总承包方承担施工任务。目前, 公司参与的项目中以 PPP

模式运作的有宣城市水阳江大道闭合段(北段)工程、宣城火车站东广场及龙川路改扩建一体化工程和宣城市青弋江大道工程等, 项目总投资 33.88 亿元, 目前均在建设期, 尚未产生回款。

表16: 近年来公司参与的 PPP 项目情况 (亿元)

项目名称	施工企业	总投资	已投资	建设期限	回购周期
宣城市水阳江大道闭合段(北段)工程 PPP 项目	城建公司	6.42	4.52	2016-2019	2019-2026
宣城火车站东广场及龙川路改扩建一体化工程 PPP 项目	城建公司	3.78	2.33	2017-2019	2020-2027
宣城市青弋江大道工程政府和社会资本合作(PPP)项目	城建公司	4.75	0.78	2018-2020	2020-2032
邹城市城区路网建设工程政府与社会资本合作(PPP)项目	城建公司	5.02	1.24	2017-2019	2019-2032
邹城市杨下河及岗山片区路网建设工程政府与社会资本合作(PPP)项目	城建公司	3.20	0.66	2017-2019	2019-2032
聊城市东昌府区西关街(昌润路-西环路) PPP 项目	城建公司	10.71	1.54	2017-2019	2020-2034
合计	-	33.88	11.07	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总体来看, 公司工程施工资质齐全, 在济南市的区域优势突显, 同时工程储备量较为充足, 未来发展的可持续性较强, 但由于工程施工行业市场化程度较高, 公司面临一定的竞争压力, 且部分项目以 PPP 模式运作, 资金方面或将承压。

其他业务

公司其他业务主要包括油品销售、项目管理、监理及检测、租赁及物业管理项目。

油品销售

西城集团、滨河集团分别与中国石油化工股份有限公司共同投资成立济南西城石化有限公司(以下简称“西城石化公司”)、济南滨河石化有限公司(以下简称“滨河石化公司”), 负责油品销售业务, 其中西城集团、滨河集团出资额均为 1,530.00 万元, 持股比例均为 51%。截至 2018 年末, 西城石化公司总资产 6,747.16 万元, 净资产 4,911.64 万元; 滨河石化公司总资产 4,300.00 万元, 净资产 4,199.66 万元。目前, 西城石化公司在营加油站 9 座(其中

自投加油站 4 座, 投资额 2,099.08 万元), 在建加油站 2 座, 投资额 356.09 万元; 滨河石化公司在营加油站 3 座 (其中租赁 3 座, 租期 10 年, 租金总额 6,186 万元), 在建加油加气站 2 座, 投资额 826.00 万元。2016 年~2018 年, 公司油品收入分别为 2.10 亿元、2.20 亿元和 2.22 亿元。

项目管理、监理及检测

公司项目管理、监理及检测业务由子公司济南金诺公路工程监理有限公司 (以下简称“金诺监理”)、城建公司和黄河路桥公司等负责, 主要从事公路工程、市政工程的施工监理、项目检测、工程管理等业务。2016 年~2018 年, 公司项目管理、监理及检测业务收入分别为 0.83 亿元、1.33 亿元和 2.05 亿元。

近年来公司承接的工程代建项目 (项目管理) 主要有 G104 京福线济南德州界至大桥镇段改建工程、G340 商河绕城段改建工程、G220 东郑线陶庄至平阴东平界改建工程、G220 长清绕城段改建工程、S242 泰莱线文祖至章丘莱芜界段改建工程、S102 章丘绕城段改建工程等 7 项项目代建业务, 代建项目总投资额 44.76 亿元, 项目签订固定单价合同并收取项目管理费, 按实际进度结算。

公司承接的监理业务包括公路监理项目和市政监理项目, 其中公路监理项目主要包括济南至乐陵高速公路、济南至青岛高速公路改扩建工程、G104 京福线济南德州界至大桥镇段改建工程等多项高速公路以及国省道改扩建项目, 市政监理项目包含日照市岚山区园区道路建设工程、菏泽市牡丹区句阳路提升改造工程、德州市陵城区城乡道路基础设施提升及配套工程、济广高速济南连接线南段地面道路综合治理工程、济南市清河北路管线综合工程、济南市旅游路浆水泉路人行天桥工程等 6 项市政工程。

公司检测业务立足做好济南市范围内交竣工、第三方检测业务, 并拓展至菏泽、莱芜、聊城等地区, 目前承担了 G220 长清绕城段第三方检测、G340 商河绕城段第三方检测、单县农村公路生命安全防护工程交工检测、章丘市政道路工程委托试验等 20 余项试验检测业务。

租赁及物业管理

公司物业租赁及物业管理业务由全资子公司济南西城资产管理有限公司 (以下简称“济西资管”) 负责运营。截至 2018 年末, 济西资管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、紫薇阁、大剧院、三馆、停车场等 42 个项目, 资产总面积约 180.23 万平方米, 其中可经营面积 73.78 万平方米, 自用出借面积 4.70 万平方米, 非可经营房建资产面积 101.75 万平方米。2016 年~2018 年, 公司租赁及物业收入分别为 0.78 亿元、0.65 亿元和 1.73 亿元。

收费桥隧

根据济南市“东拓、西进、南控、北跨、中优”的城市发展总体规划, 公司在济南市新旧动能转换先行区建设中承担“三桥一隧”建设任务, 包括凤凰路北延工程 (凤凰路跨黄河公路大桥)、齐鲁大道北延工程 (齐鲁大道跨黄河公路大桥)、济南至乐陵高速公路南延项目 (济南黄河公路大桥复线工程) 和济泺路穿黄隧道工程, 目前上述项目均已开工建设。

济南凤凰路北延工程南起坝王路与荷花路交叉口, 接现状坝王路, 依次跨越邯胶铁路联络线、南水北调工程济东明渠后继续往北, 在小河套村向西北方向延伸, 跨越黄河后, 终点位于远期规划主干路与 G220 交叉口处, 全长 6,659.20 米, 项目建成后直接联系南岸新东站与北岸崔寨地区中心。工程预计总投资金额为 506,995.12 万元, 项目为收费桥梁公路, 收益来源主要为车辆过路收费。

齐鲁大道北延工程南起齐鲁大道与济齐路交叉口, 向北依次跨越美里路、北太平河路、济广高速、黄河主河道、国道 309、邯济铁路, 终于裕兴路与国道 308 交叉口, 全长 10,559.2 米, 项目建成后直接联系黄河南岸组团与北岸桑梓店地区中心。工程预计总投资金额为 465,585 万元, 项目为收费桥梁公路, 收益来源主要为车辆过路收费。

济南至乐陵高速公路南延项目北与青银高速公路及京沪高速公路连接, 南与济广高速公路连接, 全长 12.791km。工程预计总投资金额为 480,857.00 万元, 项目为收费桥梁公路, 收益来源主要为车辆

过路收费。

济泺路穿黄隧道工程位于济南市中部，工程全长 5.10 千米，隧道工程长 3.68 千米，是国内第一条穿越黄河的大型交通隧道，道路为双向六车道城市主干路，设计速度为 60km/h。工程预计总投资 540,360.00 万元，项目为收费隧道和地铁，收益来源主要为隧道及地铁收费。

战略规划

根据济南市人民政府“深化投融资体制改革，提升国有资产、国有资本统筹运营能力，做大做强投融资平台”的指导思想，未来三年公司将高效推进市政府交办的重大工程建设项目，完成公司整合、产业布局。公司将业务划分为八大板块，分别是城市开发与特许经营、基础设施建设工程承包、工程设计咨询、房地产、文化旅游、环保、资产经营和投融资。

城市开发与特许经营板块，公司战略目标为立足济南，拓展山东，打造山东省领先的城市建设平台。具体举措方面，一是做好现有的土地储备开发实施，努力实现土地出让收益的最大化；二是凭借土储开发资源优势，积极承揽省会城市群经济圈的城市综合开发业务；三是与其他板块加强协同，提升系统策划能力、平台整合能力和运营服务能力，助力集团全产业链发展；四是积极推动 PPP 模式和政府购买服务的发展，拓展智慧城市业务。

基础设施建设工程承包板块，现阶段定位为集团发展的基石性中心业务，创造稳定现金流。按照细分领域划分，一是市政建设领域，重点发展海绵城市建设、轨道交通、地下综合管廊、城市园林、智慧城市；二是公路建设领域，继续做强国道建设和高速公路建设，同时增强养护工程业务能力。发展区域上，公司要保持济南市场龙头地位，并大力发展全国市场、积极布局国际市场。

工程设计咨询板块，定位为集团发展未来阶段的明星业务。凭借集团基础设施建设全产业链优势，初期以市政和公路领域的工程设计咨询为拳头业务，以城市规划、环保和房建等领域的工程设计咨询为潜力业务，未来面向城市建设提供城市规划和“市政、公路、环保、房建”四大领域的全过程咨

询服务，满足城市建设综合需要。

房地产板块，定位为向集团下阶段发展提供稳定现金流，以弥补当前城市开发业务承接在政策层面上存在不确定性的隐患；此外，公司将参与集团文旅项目开发建设，并为资产经营板块开发、沉淀优质商业资产。

文化旅游板块，由于大规模城市建设不可持续，进入存量时代后运营类资产蕴藏更大机会，因此该板块定位为集团未来业务的增长极。公司将与文旅集团共同推动济南旅游资源及旅游产业链整合，高效运用济南文旅产业发展基金，推动济南全域旅游实施，随着模式成熟，推动山东省全域旅游实施。

环保板块，公司战略目标为成为济南市水土修复服务产业领导者。具体发展举措方面，一是依托集团济南城市建设平台优势，承接区域水环境修复项目；二是从土地熟化业务切入场地修复项目，介入土壤修复领域；三是对内外部资源进行系统盘点，积极做好上市准备。

资产经营板块，公司战略目标为济南市资产经营的领航者。具体发展举措上，一是盘活存量资产，探索资产证券化；二是积极承揽集团房地产板块、文化旅游板块沉淀的商业地产、养老地产、产业地产、文旅地产等运营类资产，针对性提高房地产、文旅板块资产的运营能力；三是逐步培育自有运营能力。

投融资板块，对内打造集团产业发展融资平台，支撑集团各业务板块发展；对外打造区域股权投资平台，推动区域经济发展；整体服务集团各板块业务链整合，打造集团整体资本运作支持平台。

未来三年，公司以城市开发与特许经营和基础设施建设工程承包两大板块为主业，目前滨河集团和西城集团原承接的建设项目仍由其作为开发及建设主体，但未来济南市的城市基础设施及配套、棚改旧改等项目将统一由城市投资集团承担，因此公司业务规划面临一定不确定性，中诚信证评将对公司未来战略规划保持关注。

此外，随着济南市“北跨”战略的实施，公司在济南市新旧动能转换先行区建设中将承担部分开发建设任务。根据《关于济南新旧动能转换先行

区征地拆迁工作有关问题的会议纪要》，济南市政府授权公司作为济南新旧动能转换先行区引爆区市政道路、安置西区、黄河公园、冠世花园泉水浴场等项目的实施主体。目前，公司已承担项目有济泺路穿黄隧道工程、凤凰路北延工程、齐鲁大道北延工程和济南至乐陵高速公路南延项目，未来先行区建设将成为公司的发展重点。

公司治理和管理

产权结构

截至 2019 年 3 月末，公司注册资本 450 亿元，实收资本为 368.46 亿元，公司唯一控股股东为济南市国资委，实际控制人为济南市人民政府。

根据 2017 年 6 月济南市政府下发的《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》（济政字【2017】31 号）及 2018 年 11 月 5 日济南市国资委出具的《关于济南城市建设集团有限公司整合企业有关情况的说明》，济南城建集团共将整合滨河集团、西城集团等 28 家企业，目前公司已对 28 家子公司全部实现统一管理，其中已实现并表的 11 家子公司已全部完成股权工商变更登记，3 家公司计划注销，其余 14 家公司的整合工作尚存在不确定性，中诚信证评将对上述整合事项保持持续关注。

法人治理结构

济南城建集团按照《公司法》要求全面加强公司治理建设，积极发挥董事会决策作用、监事会监督作用、经理层经营管理作用，并充分发挥党组织政治核心作用，加强组织建设、功能建设、制度建设，使公司决策更规范、监督更有效、执行更有力。

根据《济南城市建设集团有限公司公司章程》，公司设立党委和基层党组织，党委是公司治理结构的领导核心和政治核心，董事会、监事会和经理层要自觉维护党委的核心地位。党委对公司重大事项发挥把关定向作用，公司重大决策、重要干部任免、重大项目安排、大额资金运作等重大事项经党委研究讨论后，再由董事会或经理层做出决定。党委设书记 1 人，副书记 1~2 人，委员若干人。公司实行“双向进入，交叉任职”的领导体制。

公司设董事会，由 10 名董事组成，其中股东委派董事 9 名，职工代表董事 1 名，每届任期三年，任期届满获得连续委派或者连续当选可以连任。董事会设董事长 1 名，由股东在董事会成员中指定。董事会根据需要设立战略委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、审计委员会、预算管理委员会等专门委员会，作为董事会的专门工作机构，为董事会决策提供意见和建议。董事会对公司股东负责，建立健全对外投资、融资、资产处置、对外担保、委托理财等重大事项的审查和决策程序，严防经营风险。

公司设监事会，由 5 名监事组成，其中股东代表监事 2 名，由公司股东委派，职工代表监事 3 名，由公司职工代表大会选举产生。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事会设主席 1 人，由公司股东从监事会成员中指定。监事的任期为每届 3 年，届满可连任。监事会对股东负责。

根据公司章程，公司设总经理 1 名，副总经理 7 名。总经理对董事会负责，总经理任期由董事会确定，一般不超过本届董事会的任期，连聘可以连任。未经股东同意，董事长不得兼任总经理。总经理等高级管理人员行使职权时，不得变更董事会决议或超越职权范围。

总体上看，济南城建集团法人治理结构基本框架已形成，目前由股东委派的董事、监事已经到位，董事会和监事会的人员任命仍待进一步完善，公司正在组织设立总工会，职工董事和职工监事待总工会成立后选举产生。中诚信证评将对董事会和监事会相关人员到位情况保持关注。

管理水平

公司共设有企业管理部、建设管理部、工程管理部、规划开发部、资产运营部、财务部和投融资部等 13 个部门，并在财务管理、项目管理、内部审计等方面制定了较为完善的内部管理制度，以加强风险管理，确保公司的正常运营。

工程建设管理方面，公司制定了工程建设现场管理制度，包括计划统计管理、前期与设计管理、招标管理、资金拨付管理、合同管理、实施过程管理、考评管理等内容的建设工程管理制度，有助于

公司加强建设工程管理，保证工程质量，控制建设工期，降低建设成本，提高投资效益。

财务及资金管理方面，公司制定了财务管理制度，细化了财务管理的具体环节、具体分工和授权，有利于强化各项财务工作的流程管理、执行控制和质量控制，全面提高财务管理工作质量。

融资管理方面，公司制定了融资管理办法，该制度对公司融资活动的岗位分工与授权批准、筹资决策、决策执行、筹资偿付、监督检查等各个环节进行了明确规定，施行严格的流程控制控制，确保公司的融资活动合规有序进行。公司对于下属子公司的融资实行集中统一管理，集团计划财务部根据子公司的实际融资需求，调配融资方式及额度，并对融资额度的使用进行归口及集中管理。

对外担保方面，为规范对外担保行为，控制对外担保风险，公司制定了《对外担保管理制度》。根据该制度，未经济南城建集团批准，子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保；被担保人应具有较强的偿债能力。财务部负责承办济南城建集团对外担保业务，按照合同审批程序报相关部室审核，经分管领导审定和济南城建集团董事会批准后办理相关担保手续，需要上级部门批准的应履行报批手续。此外，该制度对于不能提供担保的对象也做出了明确规定。

财务分析

以下分析基于由公司提供的经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年~2017年三年连审财务报告、经中天运会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告以及未经审计的2019年一季度财务报表；公司于2017年6月注册成立，故2016年财务报告为模拟财务报表，模拟财务报表按照公司及11家一级子公司自2016年1月1日即按照当前股权合并编制。公司各期财务报表按新会计准则编制。

资本结构

近年来，公司资产规模持续增长。2016年~2019年3月末，公司总资产分别为1,588.67亿元、

1,768.32亿元、1,935.53亿元和2,032.60亿元。

从资产构成来看，公司资产以流动资产为主，2016年~2018年末，公司流动资产分别为875.98亿元、917.32亿元和995.15亿元，占各期总资产比重分别为55.14%、51.88%和51.41%。公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款、其他应收款、其他流动资产和预付款项构成，截至2018年末上述资产占流动资产的比重分别为64.88%、14.51%、10.60%、5.10%、3.05%和1.77%。2016年~2018年末，公司存货分别为429.90亿元、532.16亿元和645.67亿元，随着公司土地熟化业务、工程施工业务的持续投资而呈逐年增长趋势。公司存货主要由土地熟化成本、房地产开发成本、工程施工成本和已完工未销售的房产构成，截至2018年末，上述四项金额分别为318.70亿元、216.02亿元、29.47亿元和37.59亿元。为满足项目建设较大的资金需求，公司融资规模较大且保有较多货币资金，2016年~2018年末，公司货币资金分别为232.98亿元、193.69亿元和144.40亿元，主要系银行存款，2018年末，受限货币资金为2.67亿元，为使用权受限的保证金。同期，公司应收账款分别为82.44亿元、92.39亿元和105.47亿元，主要系应收施工项目业主方的工程款。截至2018年末，公司前五大应收款的款项性质均为工程款，合计占比22.70%，相对分散，且账龄多在一年以内。2016年~2018年末，公司其他应收款分别为49.56亿元、51.20亿元和50.91亿元，主要系征地补偿借款、往来款和保证金等。2016年~2018年末，公司其他流动资产分别为43.33亿元、26.47亿元和30.33亿元，主要为银行理财资金、预交税费和预付租金等，2017年末较上年下降16.86亿元，主要系部分国债逆回购到期所致，2018年末较上年增加3.86亿元，主要系预交税费和银行理财增加所致。2016年~2018年末，公司预付款项分别为37.68亿元、20.38亿元和17.58亿元，主要系预付工程款。2016年末公司预付款项中包含预付股权转让款，即滨河集团和西城集团分别与上海星景股权投资中心合资成立了济南滨河投资有限公司和济南西投城镇化建设投资有限公司，通过逐年向上海星景股权投资中心支付款项购

买两子公司股权最终将持有两公司 100%的股权，待款项支付完毕后再进行股权变更登记。2017 年末公司预付款项较上年末减少 17.31 亿元主要系公司预付上海星景西城股权投资中心股权款调整至其他非流动资产核算。截至 2018 年末公司前五大预付对象的款项性质均为预付工程款，合计占比 21.64%，相对分散。随着土地整理和房地产开发项目的推进，截至 2019 年 3 月末，公司流动资产增至 1,117.48 亿元，较 2018 年末增加 122.33 亿元，主要是对外融资使得货币资金增加 33.29 亿元、项目建设进度推进使得存货增加 83.50 亿元、银行理财到期赎回使得其他流动资产减少 14.28 亿元。

非流动资产方面，2016 年~2018 年末，公司非流动资产分别为 712.69 亿元、851.00 亿元和 940.38 亿元，随着公司基础设施建设的持续投资而逐年增长。公司非流动资产主要由在建工程、固定资产、和其他非流动资产构成。具体来看，2016 年~2018 年末，公司在建工程分别为 347.40 亿元、475.38 亿元和 565.35 亿元，系小清河综合治理工程、西客站片区安置三区、西客站片区市政道路和济西湿地项目等土建项目。同期末，公司固定资产分别为 178.97 亿元、182.06 亿元和 139.72 亿元，其中 2018 年末较上年下降 42.33 亿元，主要系公司将市政道路等公益性资产从账面剥离所致。2016 年~2018 年末，其他非流动资产分别为 27.27 亿元、62.93 亿元和 77.11 亿元，截至 2018 年末，公司其他非流动资产主要由股权转让款、投资款、购房款和预付土地款等构成，其中投资款系公司对济南正信置业有限公司、中铁紫荆置业有限公司的股权投资款 20.26 亿元，目前尚未办理以上公司的工商变更。截至 2019 年 3 月末，公司非流动资产小幅降至 915.12 亿元，较 2018 年末减少 25.26 亿元，主要是长期应收款减少 24.71 亿元、项目推进导致在建工程增加 25.45 亿元以及其他非流动资产减少 21.34 亿元。

为支持自身业务发展，公司通过对外融资满足资金需求，负债规模较高。2016 年~2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 1,090.76 亿元、1,263.14 亿元、1,254.86 亿元和 1,343.89 亿元。

从负债结构来看，公司负债主要以非流动负债

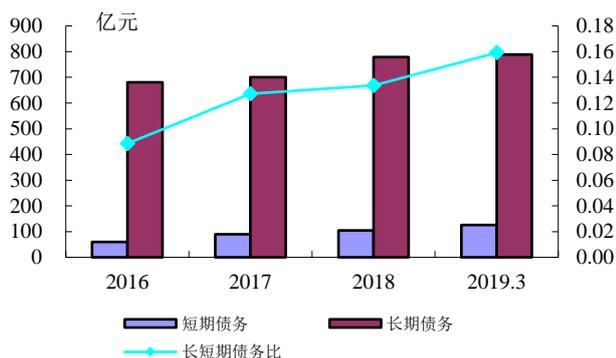
为主，2016 年~2018 年末，公司非流动负债分别为 801.91 亿元、941.46 亿元和 815.52 亿元，占各期负债总额的比重分别为 73.52%、74.53%和 64.99%。公司非流动负债主要由长期借款、长期应付款、应付债券、递延收益和专项应付款构成。2016 年~2018 年末，公司长期借款分别为 170.44 亿元、228.72 亿元和 235.54 亿元，主要由保证借款和质押借款构成。同期末，公司长期应付款分别为 393.68 亿元、351.95 亿元和 404.90 亿元，多为政府置换债券，此外还有各类融资租赁款、信托借款和来自土储中心的借款等。截至 2018 年末，公司政府置换债券余额为 301.24 亿元，占当期长期应付款比重的 74.40%。2016 年~2018 年末，公司应付债券分别为 135.45 亿元、138.53 亿元和 166.11 亿元，2018 年末较上年增加 27.58 亿元，主要是年内新发行了债券融资计划。同期末，公司递延收益分别为 92.99 亿元、131.96 亿元和 7.54 亿元，2018 年末大幅下降主要是公益性资产的减少，其中账面剥离 49.20 亿元、转入资本公积 78.26 亿元以及新增 3.09 亿元。此外，2016 年~2018 年末，专项应付款分别为 8.71 亿元、89.23 亿元和 10.61 亿元，其中 2018 年大幅下降，系 77.50 亿元公益性项目政府拨款转入资本公积。递延收益和专项应付款的上述账务处理一定程度上降低了公司资产负债率，但转入资本公积的公益性资产无法为公司带来经营收益，资产效用较低。截至 2018 年末，公司账面公益性资产余额为 292.42 亿元。截至 2019 年 3 月末，非流动负债增至 899.32 亿元，较 2018 年末增加 83.79 亿元，主要是借款规模扩大导致长期借款增加 52.25 亿元、即将到期债券转入流动负债导致应付债券减少 20.18 亿元、新增险资借款导致长期应付款增加 61.91 亿元、以及专项应付款减少 10.61 亿元。

流动负债方面，2016 年~2018 年末，公司流动负债分别为 288.85 亿元、321.68 亿元和 439.33 亿元，公司流动负债主要由应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2016 年~2018 年末，公司应付账款分别为 78.08 亿元、87.80 亿元和 123.60 亿元，随着公司项目的持续投资呈逐年增长趋势，主要系应付基建项目未结算的工程款。同

期末，公司预收款项分别为 60.93 亿元、60.40 亿元和 118.37 亿元，2018 年末较上年增长 57.98 亿元，主要来自预收济南市刘长山路道路建设工程总承包（EPC）等项目的工程款和预收西进时代中心等楼盘的购房款。2016 年~2018 年末，公司其他应付款分别为 78.34 亿元、69.58 亿元和 85.34 亿元，主要为应付青岛海尔地产集团有限公司和中海地产集团有限公司等的押金保证金。随着公司原有债务的逐步到期，公司一年内到期的非流动负债近年来维持在较大规模，2016 年~2018 年末，分别为 42.73 亿元、68.70 亿元和 67.82 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司流动负债为 444.57 亿元，较 2018 年末小幅增加 5.24 亿元，其中应付账款减少 27.64 亿元、应交税费减少 11.24 亿元、其他应付款增加 30.84 亿元以及一年内到期的非流动负债增加 13.87 亿元。

有息债务方面，2016 年~2019 年 3 月末，公司总债务分别为 740.44 亿元、789.81 亿元、882.35 亿元和 914.88 亿元；同期，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 0.09 倍、0.13 倍、0.13 倍和 0.16 倍。总体来看，公司债务规模增长较快，但以长期债务为主的债务结构与工程建设资金投入回报周期较长的特点相匹配，债务结构较为合理。

图 3：2016 年~2019 年 3 月末公司债务结构分析



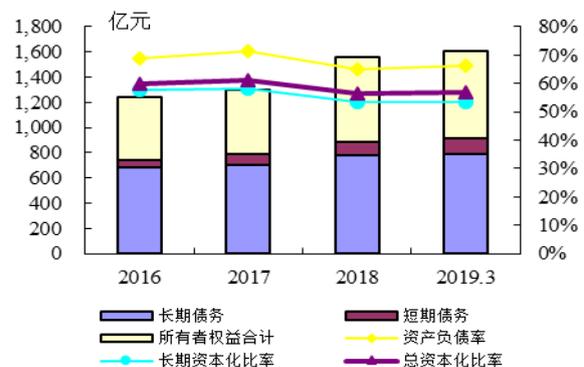
资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

所有者权益方面，2016 年~2018 年末，公司所有者权益合计分别为 497.92 亿元、505.18 亿元和 680.67 亿元。2017 年~2018 年末，实收资本分别为 352.88 亿元和 366.56 亿元，因公司 2017 年 6 月注册成立，故模拟合并资产负债表中公司成立前实收资本为 0，成立后济南市国资委陆续将西城集团、滨河集团等子公司股权划入公司，作为股东实缴资本，

2018 年末较上年增加 13.68 亿元，系划转子公司形成的净资产，原计入资本公积中，2018 年转为实收资本。2016 年~2018 年末，资本公积分别为 387.02 亿元、24.65 亿元和 168.39 亿元，2018 年末较上年增加 143.74 亿元，系专项应付款及递延收益转入以及部分资本公积转入实收资本所致。2016 年~2018 年末，未分配利润分别为 42.28 亿元、43.94 亿元和 60.44 亿元。2017 年~2018 年末，其他权益工具均为 13.00 亿元，系子公司西城集团发行的永续债。2016 年~2018 年末，公司少数股东权益分别为 66.39 亿元、66.86 亿元和 67.22 亿元。截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益为 688.71 亿元，较 2018 年末小幅增加 8.04 亿元。

从资本结构来看，受公司债务规模持续攀升影响，公司财务杠杆比率持续上行，2016 年~2019 年 3 月末，公司资产负债率分别为 68.66%、71.43%、64.83%和 66.12%，总资本化比率分别为 59.79%、60.99%、56.45%和 57.05%。若对公司计入其他权益工具的永续债务进行调整，截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 66.76%和 57.86%。

图 4：2016 年~2019 年 3 月末公司资本结构分析



资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

总体来看，随着土地整理、基础设施建设和房地产开发项目等主营业务的推进，公司资产规模保持较快增长。近期公益性资产的剥离或转入权益使得财务杠杆比率有所下降，但考虑到公司建设项目投资规模仍在增加，负债规模面临较大的上行压力。

盈利能力

公司以土地熟化和工程施工为主的经营格局较为突出，此外还包括商品房销售、成品油销售和

项管、监理及检测等业务。2016年~2018年，公司营业总收入分别为263.18亿元、182.35亿元和231.41亿元，总体来看呈现一定波动。分业务来看，2016年~2018年，公司土地熟化收入分别为158.06亿元、49.92亿元和48.61亿元，受土地出让进度影响近年来波动较大。同期，公司工程施工收入分别为86.33亿元、116.78亿元和158.01亿元，呈稳步增长趋势。2016年~2018年，公司商品房销售收入分别为11.71亿元、8.03亿元和13.94亿元，波动较大主要系公司根据济南市房地产市场情况调整销售计划所致。同期，公司成品油销售收入分别为2.10亿元、2.20亿元和2.22亿元，项管、监理及检测收入分别为0.83亿元、1.33亿元和2.05亿元，这两项收入规模均较稳定。公司其他业务包括租赁及物业服务、运营维护、广告及设计业务等，2016年~2018年，公司其他业务分别实现收入4.16亿元、4.09亿元和6.58亿元，为公司营业收入提供了一定的补充。2019年一季度，公司实现营业总收入40.84亿元。

毛利率方面，2016年~2018年，公司营业毛利

率分别为10.33%、18.21%和16.45%，受土地熟化和工程施工业务影响呈现波动状态。分业务来看，2016年~2018年，公司土地熟化业务毛利率分别为10.08%、26.77%和46.21%，2016年成交的部分土地为政府引入重点项目用地和公司用于安置房建设的自摘地，均以成本价格出让，故毛利率较低；2017年，受益于拆迁密度小、拆迁成本降低以及出让地价上涨等因素，公司土地熟化业务毛利率有所回升；2018年，公司出让土地位于西客站片区，较高的出让价格大幅提升了当期毛利率水平。2016年~2018年，工程施工业务毛利率分别为10.01%、16.93%和8.10%，根据结算项目毛利率不同而波动。同期，商品房销售业务毛利率分别为11.19%、13.59%和8.73%，2018年交房项目的土地成本较高，故毛利率下降。此外，2016年~2018年，成品油销售业务毛利率分别为24.60%、23.72%和19.34%，2018年油品采购成本走高导致毛利率下降。同期，项管、监理及检测业务毛利率分别为47.29%、47.11%和41.24%，该业务利润水平较高。2019年一季度，公司营业毛利率为12.63%。

表17：2016年~2018年公司各业务板块收入及毛利率情况（亿元、%）

	2016		2017		2018	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
土地熟化收入	158.06	10.08	49.92	26.77	48.61	46.21
工程施工收入	86.33	10.01	116.78	16.93	158.01	8.10
商品房销售收入	11.71	11.19	8.03	13.59	13.94	8.73
成品油销售收入	2.10	24.60	2.20	23.72	2.22	19.34
项管、监理及检测收入	0.83	47.29	1.33	47.11	2.05	41.24
其他收入	4.16	10.32	4.09	-52.71	6.58	5.83
合计	263.18	10.33	182.35	18.21	231.41	16.45

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司财务报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2016年~2018年，公司期间费用合计分别为11.52亿元、14.22亿元和17.19亿元，呈逐年增长趋势。公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。财务费用主要为利息支出，随债务的增加大幅提升，2016年~2018年，分别为2.86亿元、3.54亿元和6.83亿元。同期，管理费用分别为7.65亿元、9.66亿元和9.19亿元，受子公司改制计提改制费用影响，2017年公司管理费用明显增长。2016年~2018年，公司期间费用收入占比分别

为4.38%、7.80%和7.43%。2019年一季度，公司期间费用合计3.09亿元，占营业总收入比重为7.56%。

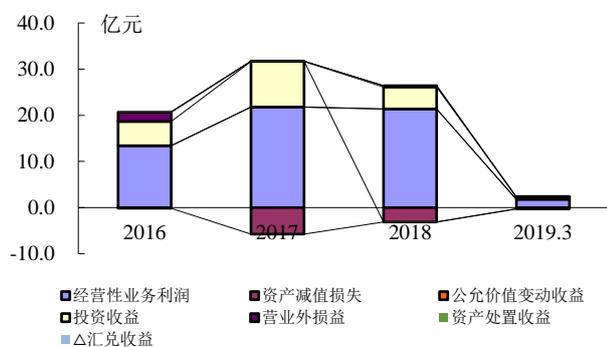
表18: 2016年~2019年3月公司期间费用分析

项目名称	2016	2017	2018	2019.3
销售费用(亿元)	1.00	1.03	1.17	0.28
管理费用(亿元)	7.65	9.66	9.19	2.17
财务费用(亿元)	2.86	3.54	6.83	0.63
期间费用合计(亿元)	11.52	14.22	17.19	3.09
营业总收入(亿元)	263.18	182.35	231.41	40.84
期间费用收入占比(%)	4.38	7.80	7.43	7.56

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

利润总额方面, 经营性业务利润是公司利润总额的主要来源。2016年~2018年, 公司利润总额分别为20.58亿元、25.98亿元和23.32亿元, 其中经营性业务利润分别为13.43亿元、21.78亿元和21.36亿元, 2016年因土地熟化业务利润偏低导致当年经营性业务利润较少。此外, 投资收益是公司利润总额的有利补充, 2016年~2018年, 公司分别实现投资收益5.27亿元、9.87亿元和4.77亿元, 主要来自参股企业分红及股权处置收益、银行理财收益等, 其中2018年投资收益较上年下降, 主要系公司对齐鲁银行持股比例下降以及收回对济南西进堃宇投资管理中心(有限合伙)的投资, 从而导致权益法核算的长期股权投资收益减少。2016年~2018年, 公司资产减值损失分别为0.17亿元、5.74亿元和3.11亿元, 主要来自坏账损失。2016年~2018年, 公司收到的政府补助分别为1.94亿元、4.05亿元和2.07亿元。2019年一季度, 公司实现利润总额2.09亿元。

图5: 2016年~2019年3月公司利润总额构成



资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

总体来看, 土地熟化业务和工程施工业务是公司收入和利润的主要来源, 但自主性较弱, 易受土地政策和房地产市场波动的影响, 故公司收入规模

和盈利能力均存在一定不确定性。

偿债能力

从偿债指标来看, 近年来 EBITDA 随着公司盈利状况呈现一定波动, 由于债务规模持续增长, EBITDA 无法覆盖债务本金, 对债务利息支出的保障能力存在波动, 2016年~2018年, 总债务/EBITDA 分别为 28.05 倍、21.34 倍和 25.39 倍, EBITDA 利息保障倍数分别为 0.76 倍、1.03 倍和 0.93 倍。受公司项目建设投入不断增加和往来款收支不平衡等因素影响, 2016年~2018年, 公司经营活动净现金流持续为负, 无法覆盖债务本息。总体来看, 公司相关偿债指标较弱。

表19: 2016年~2019年3月公司偿债能力指标

	2016	2017	2018	2019.3
短期债务(亿元)	60.21	89.06	104.00	125.60
长期债务(亿元)	680.24	700.75	778.35	789.29
总债务(亿元)	740.44	789.81	882.35	914.88
经营活动净现金流(亿元)	-2.81	-13.57	-20.16	-11.50
EBITDA(亿元)	26.40	37.01	34.75	--
总债务/EBITDA(X)	28.05	21.34	25.39	--
总债务/经营活动净现金流(X)	-263.70	-58.19	-43.77	-19.89
EBITDA 利息保障倍数(X)	0.76	1.03	0.93	--
经营活动净现金利息保障倍数(X)	-0.08	-0.38	-0.54	-1.21

资料来源: 公司财务报告, 中诚信证评整理

债务到期方面, 2019年4~12月、2020年、2021年及2022年, 公司到期债务金额分别为94.76亿元、154.91亿元、209.77亿元和117.19亿元, 近几年公司面临较大的偿债压力。

表20: 截至2019年3月末公司债务到期情况(亿元)

	2019.4~12	2020	2021	2022	2023及以后
到期债务	94.76	154.91	209.77	117.19	306.65

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

公司与多家金融机构保持了良好合作关系, 截至2018年末, 公司共获得银行授信567.19亿元, 已使用授信额度315.60亿元, 未使用额度为251.59亿元, 备用流动性良好。

受限资产方面, 截至2018年末, 公司受限资产总额为88.85亿元, 占当期总资产比重为4.59%, 包括货币资金、土地使用权、房产和工程项目等,

总体来看，受限资产在总资产中占比较小。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司对外担保余额合计 129.13 亿元，占当期净资产的比重为 18.75%，担保对象均为当地国有企业。

表21：截至 2019 年 3 月末公司对外担保情况（万元）

被担保人	担保余额
济南旧城开发投资集团有限公司	52,500.00
济南城市建设投资集团有限公司 (简称 A)	381,028.00
济南市城市建设投资有限公司 (简称 B)	421,450.00
济南城市投资集团有限公司 (简称 C)	300,000.00
济南市公共交通总公司	129,635.86
济南市清源水务有限责任公司	6,650.00
合计	1,291,263.86

注：B 为 A 的子公司，A 为 C 的子公司。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

中诚信证评肯定了济南市区域经济发展较快，为公司发展提供了良好外部环境；公司在济南市城市建设领域具有重要地位；强有力的政府支持等因素对公司发展的积极作用；同时，中诚信证评也关注到公司土地熟化收入存在波动，商业房地产开发资金周转承压，受宏观政策影响较大；近年债务上升较快，未来资本支出压力较大；公司平台整合工作仍在推进中，未来战略规划需进一步明确等因素对公司未来整体信用状况的影响。

结 论

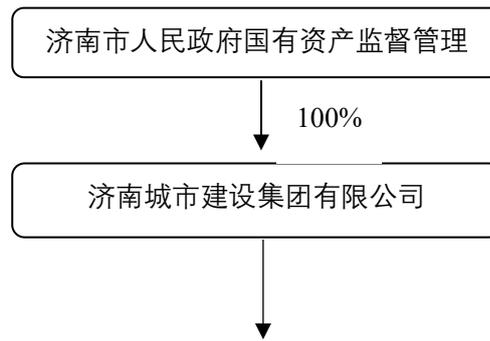
综上，中诚信证评评定济南城市建设集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2019 年第一期济南城市建设集团有限公司公司债券”债项的信用等级为 **AAA**。

关于2019年第一期济南城市建设集团有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

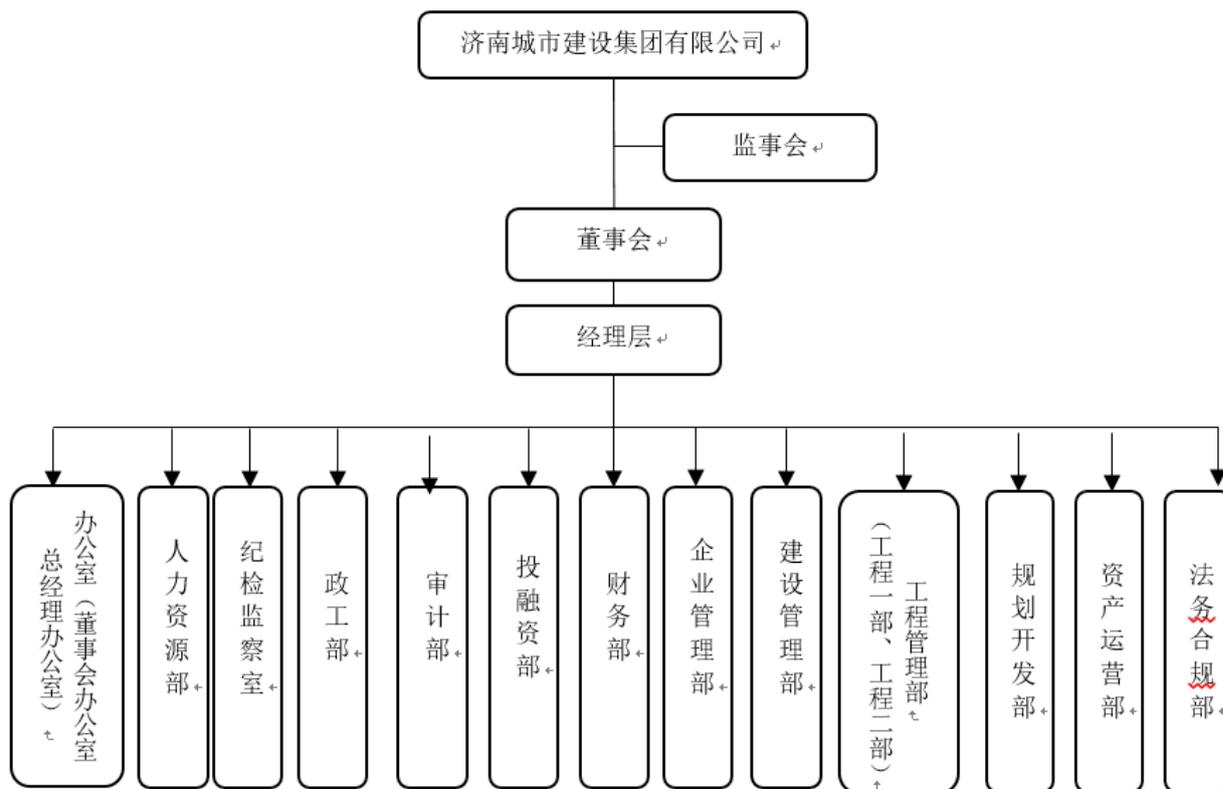
附一：济南城市建设集团有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）



序号	子公司名称	持股比例 (%)		享有的表决权比例 (%)
		直接	间接	
1	济南滨河新区建设投资集团有限公司	100.00	-	100.00
2	济南西城投资开发集团有限公司	100.00	-	100.00
3	济南黄河路桥建设集团有限公司	100.00	-	100.00
4	济南城建集团有限公司	100.00	-	100.00
5	济南市政公用资产管理运营有限公司	100.00	-	100.00
6	济南金日公路工程有限公司	80.99	19.01	100.00
7	济南金宇公路产业发展有限公司	76.00	24.00	100.00
8	济南金衢公路勘察审计研究有限公司	90.00	10.00	100.00
9	济南金诺公路工程监理有限公司	60.00	40.00	100.00
10	山东大通世纪实业有限公司	100.00	-	100.00
11	济南三利物业管理有限公司	100.00	-	100.00

资料来源：公司提供

附二：济南城市建设集团有限公司组织结构图（截至 2019 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附三：济南城市建设集团有限公司主要财务数据及财务指标（合并口径）

财务数据(单位：万元)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	2,329,765.62	1,936,937.12	1,444,048.59	1,776,997.23
应收账款	824,370.47	923,904.71	1,054,698.24	815,318.39
其他应收款	495,604.05	512,008.09	509,060.63	738,659.39
存货	4,298,993.89	5,321,572.71	6,456,684.71	7,291,653.63
可供出售金融资产	512,879.51	229,118.03	387,280.76	381,428.16
长期股权投资	928,133.81	713,740.84	368,247.08	391,255.38
在建工程	3,474,024.92	4,753,796.15	5,672,609.84	5,907,971.81
无形资产	100,510.84	140,926.10	244,537.98	245,248.35
总资产	15,886,730.09	17,683,229.36	19,355,289.97	20,326,000.46
其他应付款	783,391.79	695,750.87	853,430.05	1,118,895.16
短期债务	602,052.24	890,626.55	1,040,018.48	1,255,954.97
长期债务	6,802,357.89	7,007,470.77	7,783,486.49	7,892,889.89
总债务	7,404,410.14	7,898,097.32	8,823,504.97	9,148,844.85
总负债	10,907,564.35	12,631,419.86	12,548,563.62	13,438,865.82
费用化利息支出	34,353.55	46,187.64	66,774.79	17,135.24
资本化利息支出	311,862.58	314,432.78	307,327.03	77,839.64
实收资本	0.00	3,528,831.29	3,665,600.40	3,684,627.67
少数股东权益	663,935.56	668,593.75	672,170.29	766,028.58
所有者权益合计	4,979,165.74	5,051,809.50	6,806,726.34	6,887,134.64
营业总收入	2,631,844.80	1,823,512.94	2,314,072.65	408,352.49
经营性业务利润	134,257.16	217,782.17	213,635.75	18,057.16
投资收益	52,692.47	98,717.06	47,690.01	5,176.42
营业外收入	21,339.27	1,772.82	3,860.43	361.79
净利润	194,935.38	216,642.52	207,592.74	16,043.97
EBIT	240,158.91	306,014.86	299,943.58	37,999.96
EBITDA	263,955.13	370,055.86	347,544.89	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,675,802.05	1,778,232.34	2,801,115.52	706,193.28
收到其他与经营活动有关的现金	1,315,549.38	1,544,142.44	607,237.05	1,533,190.37
购买商品、接受劳务支付的现金	2,424,725.71	2,332,868.14	2,963,368.73	928,268.89
支付其他与经营活动有关的现金	1,453,652.55	969,904.61	382,026.24	1,363,717.73
吸收投资收到的现金	61,469.61	190,854.89	97,767.07	300.00
资本支出	690,808.81	1,218,148.18	1,020,220.67	169,776.71
经营活动产生现金净流量	-28,079.39	-135,725.39	-201,599.20	-114,967.50
投资活动产生现金净流量	-991,701.28	-1,229,966.85	-859,100.46	9,500.98
筹资活动产生现金净流量	2,080,330.54	792,460.06	531,187.07	438,682.10

财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率 (%)	10.33	18.21	16.45	12.63
期间费用收入比 (%)	4.38	7.80	7.43	7.56
应收类款项/总资产 (%)	8.31	8.12	9.35	7.65
收现比 (X)	1.02	0.98	1.21	1.73
总资产收益率 (%)	1.66	1.82	1.62	0.77
流动比率 (X)	3.03	2.85	2.27	2.51
速动比率 (X)	1.54	1.20	0.80	0.87
资产负债率 (%)	68.66	71.43	64.83	66.12
总资本化比率 (%)	59.79	60.99	56.45	57.05
长短期债务比 (X)	0.09	0.13	0.13	0.16
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.00	-0.02	-0.02	-0.05
经营活动净现金流/短期债务 (X)	-0.05	-0.15	-0.19	-0.37
经营活动净现金流/利息支出 (X)	-0.08	-0.38	-0.54	-1.21
总债务/EBITDA (X)	28.05	21.34	25.39	-
EBITDA/短期债务 (X)	0.44	0.42	0.33	-
货币资金/短期债务 (X)	3.87	2.17	1.39	1.41
EBITDA 利息倍数 (X)	0.76	1.03	0.93	-

注：1、公司各期财务报告均按照新会计准则编制，其中 2016 年财务报表为经审计的模拟财务报表；2、将公司各期财务报表中“长期应付款”中有息债务纳入长期债务核算，“其他流动负债”中有息债务纳入短期债务核算；3、2019 年一季报中总资产收益率、经营活动净现金流/总债务、经营活动净现金流/短期债务为年化数据；4、公司未提供 2019 年一季度现金流量补充表，相关指标失效。

附四：公司基本财务指标的计算公式

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

三费前利润=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金收入-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-营业税金及附加

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益(含少数股东权益))

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附五：信用等级的符号及定义
主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	受评主体偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。