

# 济南城市建设集团有限公司 2021 年度跟踪评级报 告

---

项目负责人：邢 杰 [jxing@ccxi.com.cn](mailto:jxing@ccxi.com.cn)

项目组成员：吴凯琳 [klwu@ccxi.com.cn](mailto:klwu@ccxi.com.cn)

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 06 月 28 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1532号

## 济南城市建设集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“19 济建设/19 济南城建债 01”、“20 济建设/20 济南城建债 01”、“21 济建设/21 济南城建债 01”和“20 济南城建 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

**评级观点：**中诚信国际维持济南城市建设集团有限公司（以下简称“济南城建”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 济建设/19 济南城建债 01”、“20 济建设/20 济南城建债 01”、“21 济建设/21 济南城建债 01”和“20 济南城建 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了济南市很强的经济实力为公司发展奠定了坚实的经济基础、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，中诚信国际也关注到公司债务规模增长较快、未来资本支出压力较大、资产流动性偏弱、土地出让情况受相关政策影响较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

## 概况数据

济南城建（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	1,935.53	2,218.61	2,574.65	2,740.35
所有者权益合计（亿元）	680.67	681.23	735.04	733.75
总负债（亿元）	1,254.86	1,537.38	1,839.60	2,006.60
总债务（亿元）	882.35	1,126.20	1,391.10	1,551.16
营业总收入（亿元）	231.41	279.19	294.40	55.74
经营性业务利润（亿元）	21.36	17.94	22.03	1.49
净利润（亿元）	20.76	22.39	22.76	1.40
EBITDA（亿元）	34.75	34.53	35.87	--
经营活动净现金流（亿元）	-20.16	-84.86	-114.78	-35.92
收现比(X)	1.21	1.06	0.77	1.23
营业毛利率(%)	16.45	12.95	14.10	10.89
应收类款项/总资产(%)	9.36	11.59	12.47	12.64
资产负债率(%)	64.83	69.29	71.45	73.22
总资本化比率(%)	56.45	62.31	65.43	67.89
总债务/EBITDA(X)	25.39	32.61	38.78	--
EBITDA 利息倍数(X)	0.93	0.66	0.60	--

注：1、中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理；2、中诚信国际将“其他流动负债”中的计息部分调入短期债务，将“长期应付款”中的计息部分调入长期债务 3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：基础设施投融资(C250000\_2019\_02)

济南城市建设集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
营运效率 (13%)	经营性业务利润(亿元)*	20.67	10
	收现比(X)*	0.94	8
流动性 (18%)	货币资金/短期债务(X)	0.71	6
	受限资产占总资产的比重(X)	0.10	8
资本结构与 资产质量 (39%)	所有者权益(亿元)	735.04	10
	总资本化比率(X)	0.65	6
	资产质量	7	7
业务运营 (20%)	业务稳定性和可持续性	7	7
治理与管控 (10%)	治理水平与管控能力	7	7
打分结果			aa-
BCA			aa-
支持评级调整			3
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa-)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了股东及政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年数据计算得出

## 正面

■ **济南市很强的经济实力为公司发展奠定了坚实的经济基础。**近年来，济南市经济持续增长，2018~2020 年，济南市地区生产总值（GDP）分别为 7,856.56 亿元、9,443.37 亿元和 10,140.91 亿元，同比分别增长 7.4%、7.0%和 4.9%。济南市作为山东省的省会，各类资源充足，具有一定的区域优势。

■ **公司在济南市城市建设领域具有重要地位。**公司系济南市政府对滨河集团、西城集团等 28 家企业合并组建而成，定位于城市开发、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，公司在业务开展、资产注入、政府补贴和债务置换等方面得到市政府的大力支持。

## 关注

■ **债务规模上升较快、未来资本支出压力较大。**近年来随着业务的不断推进，公司有息债务持续攀升，2018~2020 年及 2021 年 3 月末公司总债务分别为 882.35 亿元、1,191.21 亿元、1,391.10 亿元和 1,539.60 亿元，其中短期债务分别为 89.06 亿元、104.00 亿元、171.23 亿元和 241.16 亿元，且未来各业务板块后续投资规模较大，公司短期、长期均面临较大的偿债压力。

■ **资产流动性偏弱。**截至 2021 年 3 月末，公司存货和应收账款规模分别为 821.88 亿元和 202.96 亿元，占当期总资产的比重分别为 29.99%和 7.41%，存货、应收账款规模随着业务推进不断增长，公司资产流动性偏弱。

■ **土地出让情况受相关政策影响较大。**土地熟化业务是公司的核心业务之一，收入主要系土地出让金返还，前期投资规模较大，且土地出让情况受济南市相关土地政策的影响较大。

## 评级展望

中诚信国际认为，济南城市建设集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及各方支持意愿减弱等；公司财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化等。

**评级历史关键信息**

济南城市建设集团有限公司						
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告	
AAA/稳定	20 济南城建 MTN001(AAA)	2020/09/22	宋敬慈、吴凯琳、孙悦	<a href="#">中诚信国际基础设施投融资行业评级方法与模型 C250000_2019_02</a>	<a href="#">阅读全文</a>	

注：中诚信国际原口径

**同行业比较**

山东省部分地级市基础设施投融资企业 2020 年主要指标对比表						
公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营净现金流 (亿元)
济南城市建设集团有限公司	2,574.65	735.04	71.45	294.40	22.76	-114.78
青岛城市建设投资(集团)有限责任公司	3,505.37	1,316.00	62.46	329.17	23.36	19.59

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
19 济建设/19 济南城建债 01	AAA	AAA	2020/06/28	15.00	15.00	2020/01/03~2025/01/03 (3+2)	调整票面利率、 回售
20 济建设/20 济南城建债 01	AAA	AAA	2020/06/28	30.00	30.00	2020/04/22~2030/04/22 (3+3+3+1)	调整票面利率、 回售
21 济建设/21 济南城建债 01	AAA	AAA	2021/01/20	24.00	24.00	2021/01/28~2031/01/28 (3+3+3+1)	调整票面利率、 回售
20 济南城建 MTN001	AAA	AAA	2020/09/22	20.00	20.00	2020/10/23~2030/10/23 (3+3+N)	调整票面利率、 发行人续期、持 有人救济、赎 回、利息递延、 偿付顺序、交叉 违约、股息红利

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

“19 济建设/19 济南城建债 01”募集资金 15.00 亿元，全部用于补充公司运营资金。截至 2021 年 3 月末，“19 济建设/19 济南城建债 01”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“20 济建设/20 济南城建债 01”募集资金 30.00 亿元，拟用于济南市济泺路穿黄隧道工程项目以及补充公司营运资金。截至 2021 年 3 月末，“20 济建设/20 济南城建债 01”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

“21 济建设/21 济南城建债 01”募集资金 24.00 亿元，其中 9.50 亿元拟用于济南市济泺路穿黄隧道工程项目和齐鲁大道北延工程项目，14.50 亿元拟用于补充公司营运资金。截至 2021 年 3 月末，“21 济建设/21 济南城建债 01”募集资金已全部按照募集说明书披露的用途与程序使用完毕。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有

较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳

杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**济南市地理位置优越，交通便利，良好的区域经济带动了地方政府财政实力的提升，为公司的发展提供了良好外部环境**

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10,244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2019年末，常住人口890.87万人，城镇化率71.21%。

近年来，济南市经济稳步增长，产业结构调整步伐加快。2018~2020年，济南市实现生产总值分别为7,856.56亿元、9,443.37亿元和10,140.91亿

元，同比分别增长7.4%、7.0%和4.9%。分产业看，2020年，济南市第一产业增加值为361.66亿元，增长2.2%；第二产业增加值3,530.67亿元，增长7.0%；第三产业增加值6,248.58亿元，增长3.7%。

2020年济南市规模以上工业增加值增长12.2%，高于全国9.4个百分点，高于全省7.2个百分点。重点支柱产业增势良好，汽车制造业增长77.9%，医药制造业增长31.3%，计算机通信制造业增长20.3%，黑色金属延压加工业增长8%。全社会用电量增长4.4%，其中，工业用电量累计增长6.1%，居全省第1位。

投资结构方面，2018~2020年，固定资产投资分别比上年增长13.5%、12.6%和4.0%。分产业看，2020年，济南市第一产业投资增长12.0%，扭转了去年同期(-49.6%)深度下行局面；第二产业投资增长27.3%，高于全省19.3个百分点，受益于“工业强市”战略，作为主要支撑的工业投资、工业技改投资分别增长27.9%、19.9%，高于全省19.8、2.3个百分点；第三产业投资增长0.4%，低于全省0.3个百分点。分领域看，基础设施投资完成情况较好，增长13.5%，高于全省10.4个百分点；房地产开发投资增长8.3%，较前三季度回升5.1个百分点；商品房销售面积1,335.7万平方米，增长7.2%，高于全省2.9个百分点。建筑业总产值3,748.1亿元，增长6.7%，高于全省1.9个百分点。

财政收入方面，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。2018~2020年，济南市一般公共预算收入分别为752.82亿元、874.19亿元和906.08亿元，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82.29%、80.09%和76.88%，税收对一般公共预算收入的贡献作用较为稳定。同期，济南市分别实现政府性基金收入1,340.21亿元、1,019.18亿元和820.40亿元，主要系国有土地使用权出让金收入下滑所致。

**表 1：2018~2020 年济南市财政收支情况（亿元）**

	2018	2019	2020
一般公共预算收入	752.82	874.19	906.08
其中：税收收入	619.5	700.1	696.62
一般公共预算支出	1,018.25	1,197.14	1,287.00
政府性基金收入	1,340.21	1,019.18	820.40
政府性基金支出	1,452.20	1,104.85	1,210.00
财政平衡率（%）	73.93	73.02	70.40

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，中诚信国际整理

财政支出方面，近年来济南市财政支出快速增长，重点支出保障良好。2018~2020 年，济南市一般公共预算支出分别为 1,018.25 亿元、1,197.14 亿元和 1,287.00 亿元。其中，2020 年实现教育支出 211.01 亿元，社会保障和就业支出 174.04 亿元，城乡社区支出 282.02 亿元。2018~2020 年，济南市分别实现政府性基金支出 1,452.20 亿元、1,104.85 亿元和 1,210.00 亿元。

2018~2020 年，济南市财政平衡率分别为 73.93%、73.02% 和 70.40%，一般公共预算收入对一般公共预算支出的覆盖程度持续下滑，财政支出压力有所显现。

截至 2020 年末，济南市地方政府债务余额为 1,682.72 亿元，地方政府债务限额为 1,910.79 亿元。**土地开发为公司核心业务之一，较为充足的在手项目为该业务的后续开展提供良好保障；但受济南市**

## 土地规划和有关政策的影响，近年来土地出让面积及出让收入波动较大

公司土地开发业务主要由子公司西城集团和滨河集团及济南市小清河开发建设投资有限公司（以下简称“小清河公司”）负责运营。

业务模式方面，公司每年根据土地储备计划进行土地的征拆和开发整理，作为第三方和政府与被征收方共同签署征地和拆迁协议，进行土地整理。整理完成后交由济南市国土资源局通过济南市土地储备交易中心以公开招拍挂的方式进行出让，土地熟化成本及收益将从土地出让金中返还，比例一般为 80%，回款周期一般为 1 年，公司以此确认土地开发整理收入。

移交情况方面，2018~2020 年，西城集团分别移交土地 531.54 亩、0 亩和 195.16 亩，滨河集团分别移交土地 105.32 亩、626.52 亩和 476.18 亩，其中 2019 年受工程进度影响，西城集团无出让的土地面积。

确认收入方面，公司以当年实际回款金额确认收入，2018~2020 年，西城集团分别确认收入 32.60 亿元、9.93 亿元和 6.57 亿元，滨河集团分别确认收入 7.83 亿元、62.12 亿元和 27.70 亿元，土地出让情况受济南市土地规划及有关政策的影响较大。

**表 2：2018~2020 年公司主要土地开发整理情况（亩、万元）**

项目名称	2018		2019		2020		
	西城集团	滨河集团	西城集团	滨河集团	西城集团	滨河集团	小清河公司
移交面积	531.54	105.32	--	626.52	195.16	476.18	92.95
移交价格	4,768.73	744.00	--	3,370.78	91,263.59	360,011.36	89,772.00
确认收入金额	325,964.99	78,320.00	99,267.20	621,237.32	65,709.78	277,000.80	85,283.40
已回款金额	325,964.99	78,320.00	99,267.20	621,237.32	47,311.04	239,771.64	81,019.23

注：公司 2020 年土地出让除列表所示之外，结转国有土地收益基金 7 亿元，结转国际医学城片区 5 亿元，结转济南轨道交通 R1 号线西客站预留片区 8 亿元和远大地产项目 13 亿元；2021 年 1~3 月，公司未确认土地整理业务收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

开发情况方面，西城集团目前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；滨河集团主要负责滨河新区和小清河区域土地熟化，包括华山片区和北湖片区；小清河公司主要负责东沙片区地块。截至 2021 年 3 月

末，公司主要在建土地开发整理总面积合计为 9.95 万亩，其中可形成供出让的经营性用地面积为 2.81 万亩，计划总投资 1,639.94 亿元，已投资 1,357.55 亿元，尚需投资 282.39 亿元，未来面临较大的资金投入压力。

**表 3：截至 2021 年 3 月末公司主要在建土地开发业务情况（亩、亿元）**

主体	地块名称	总面积	经营性用地	已成交面积	总投资	已投资
西城集团	西客站片区	34,030	10,652	7,179.20	830.56	723.26
	大学科技园片区	40,078	10,486	7,032.83	325.38	258.30
滨河集团	华山片区	22,000	5,606	4,304.00	324.00	241.93
	北湖片区	3,399	1,363	1,487.35	160.00	134.06
<b>合计</b>		<b>99,507</b>	<b>28,107</b>	<b>20,003.38</b>	<b>1,639.94</b>	<b>1,357.55</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

出让计划方面，2021~2023 年，公司分别计划移交土地 890 亩、926 亩及 811 亩。

**表 4：公司未来 3 年土地移交计划（亩）**

主体	地块名称	2021 年	2022 年	2023 年
西城集团	西客站片区	49	105	300
	大学科技园片区	363	200	211
滨河集团	华山片区	146	100	100
	北湖片区	194	490	200
<b>合计</b>		<b>890</b>	<b>926</b>	<b>811</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 5：截至 2021 年 3 月末公司商业地产开发已完成项目情况（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	回款进度
西元大厦项目	商业	5.50	4.60	2.50	100.00	100.00
济水上苑项目（南区）	住宅	39.00	35.00	26.91	98.00	98.00
蓝天绿园	住宅	12.30	8.78	17.05	73.00	99.99
印象济南	商业	28.00	25.00	4.26	28.00	66.90
西城·西进时代中心三地块	商业	15.88	17.00	12.75	75.80	75.10
汇金国际	商业	9.60	8.00	2.10	35.00	100.00
滨河商务中心项目	商业	20.23	19.71	13.00	97.00	99.00
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>130.51</b>	<b>118.09</b>	<b>78.57</b>	<b>--</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建房地产项目包括黄金国际项目、善能大厦、柏然公馆等项目，总投资额为 159.07 亿元，已完成投资 120.41 亿元。上述在建项目总开发面积为 218.66 万平方米，已销售面积 57.20 万平方米，已实现销售额 58.83 亿元。

### 公司商业地产开发业务持续推进，较大的投资规模使公司未来商业地产开发资金的周转情况承受一定压力

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（以下简称“西城置业”）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”）负责运营。

业务模式方面，公司的商业地产开发涉及自主开发和合作开发两种方式，以自主开发模式为主。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，以联合摘牌的方式为下一步商业开发储备经营性用地。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。自主开发方面，西城集团和滨河集团按照房地产开发计划将资金需求上报济南城建，并经济南城建统一筹集所需资金，目前的在建项目均为此模式。

已完工项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司已完工主要房地产项目共计投资 118.09 亿元，总开发面积 130.51 万平方米，已销售金额达 78.57 亿元。

**表 6：截至 2021 年 3 月末公司在建地产项目情况（万平方米、亿元）**

项目名称	项目类型	项目所在地	项目建设期	总投资额	已投资额	总开发面积	已销售面积	已销售额
济水上苑北区	住宅	济南	2016-2020	25.00	24.70	38.00	31.03	31.85
黄金国际项目	商业	济南	2015-2018	21.06	20.00	16.32	--	--
济水别院、天风云墅	住宅	济南	2017-2022	41.06	31.65	91.00	23.33	24.26
济水学苑一期	住宅	济南	2019-2022	17.47	14.78	15.56	--	--
善能大厦 A 座项目	商业	济南	2016.-2020	5.92	5.00	7.48	1.26	1.33
善能大厦 B 座项目	商业	济南	2016-2021	8.62	8.00	10.79	--	--
柏然公馆	商业	济南	2018-2021	5.84	4.93	8.01	1.58	1.39
宜家西	商业	济南	2019-2023	27.00	11.35	31.50	--	--
<b>合计</b>	--	--	--	<b>159.07</b>	<b>120.41</b>	<b>218.66</b>	<b>57.20</b>	<b>58.83</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司无拟建的房地产项目。

销售方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司签约销售面积分别为 20.46 万平方米、13.64 万平方米、19.30 万平方米和 2.21 万平方米，签约销售金额分别达 19.80 亿元、15.84 亿元、20.30 亿元和 2.45 亿。

**表 7：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司房地产销售情况**

项目	2018	2019	2020	2021.1~3
签约销售面积（万平方米）	20.46	13.64	19.30	2.21
签约销售金额（亿元）	19.80	15.84	20.30	2.45
签约销售均价（元/平方米）	9,677	11,613	10,565	11,093

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

截至 2021 年 3 月末，公司合并范围储备土地总面积达 2,180.06 万平方米，均已足额缴纳土地出让金，出让金总额达 83.09 亿元，总账面价值约 217.77 亿元。

**基础设施建设业务为公司核心业务之一，近年来发展稳中有进，建设规模不断扩大，但项目资金来源多为公司自筹，且未来投资规模较大，公司或将面临较大的资金支出压力**

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负责运营。

业务模式方面，公司受政府委托，负责道路、绿化、场馆等市政基础设施及公租房、安置房（棚户区改造）等项目的建设。从资金平衡角度来看，公司基础设施建设项目可分为两类。第一种模式下，建设项目所需资金由财政资金和项目自身可产生的现金流进行平衡，项目类型主要包括公租房、省会文化艺术中心和济南市三馆等。该类城市基础设施建设不以盈利为目的，目前基础设施工程是财政拨款企业建设运营，运营收入归企业所有。第二种模式下，项目资金主要为自行筹措，建设完成后用土地开发产生的收入进行平衡，建设的项目主要包括小清河流域综合治理、安置房和二环西路高架地面工程等。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司在建基础设施建设项目包括小清河综合治理工程、滨河新苑公租房、西客站片区市政道路和会展中心等项目，计划总投资 387.40 亿元，已完成投资 400.30 亿元，2021~2022 年分别计划投资 48.01 亿元和 3.73 亿元。

**表 8：截至 2021 年 3 月末公司主要在建基础设施项目情况（亿元）**

在建项目名称	建设期间	计划总投资	累计投资	2021 年计划投资	2022 年计划投资
小清河综合治理工程	2007.11-2013.05	85.62	122.56	--	--
滨河新苑公租房	2014.09-2018.07	6.82	6.80	--	--
滨河新居公租房	2015.09-2018.09	6.55	6.33	--	--
西客站片区安置三区	2011-2018	35.75	54.18	--	--

西客站片区市政道路	2008-2022	87.50	63.33	19.37	2.26
济西湿地公园	2014-2018	13.98	28.65	--	--
西客站片区配套设施	2011-2014	17.48	12.77	--	--
会展中心	2015-2020	74.08	49.06	22.71	--
西客站片区安置一区	2008-2017	11.99	18.67	--	--
大学科技园安置房三期	2011-2019	27.44	17.35	5.93	1.47
西客站片区腊山河综合整治	2012-2018	15.00	14.00	--	--
大庙屯棚改	2014-2018	5.19	6.60	--	--
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>387.40</b>	<b>400.30</b>	<b>48.01</b>	<b>3.73</b>

注：1、公司在工程项目建设中根据实际建设情况以及不断提高的技术、环保标准对资金投入进行调整，并且随着近几年物价上涨幅度超出预期，设备采购、人力等成本均超出项目立项时的预算，导致发行人在建项目存在投资规模大于计划投资总额的情况；2、小清河综合治理工程主体项目已基本完成，现有部分零星的郊区部分工程仍在建设中，仍有较少资金投入，因此该项目仍在“在建工程”中核算；3、滨河新苑公租房、滨河新居公租房、西客站片区配套设施和西客站片区安置一区项目截至2021年3月末主体部分已完成，零星工程还处于建设中，因此于在建项目列表中列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司工程施工资质齐全，在济南市区域优势较为明显，新接合同数量较多，业务可持续性较强，但在建项目规模较大，需关注公司未来资金支出压力

公司工程施工业务主要由子公司城建公司、黄河路桥及其下属子公司负责。城建公司主要的业务领域为市政公用工程施工，具有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、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，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）工程设计乙级资质，承接施工项目的主要业务范围分布在全国。黄河路桥主要的业务领域为路桥建设工程，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，水利水电总承包三级资质，公路路面、公路路基专业承包三级资质，以及特种工程（结构补强）专业承包和预拌混凝土专业承包资质，承接的项目主要分布于省内。2018~2020年及2021年1~3月，公司分别实现工程施工收入158.01亿元、174.71亿元、166.63亿元和50.22亿元。

业务模式方面，公司主要采用传统的施工总承包模式，部分项目采用PPP模式、BOT及BT模式。BOT及BT模式项目均已完工，在建项目中除聊城市东昌府区西关街（昌润路-西环路）PPP项目为PPP模式外，其余均为总承包模式。总承包业务模式下，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，再确认应收工程款和相应的收入，剩余5%~10%尾款将作为质保金在项目验收后两年内完成结算。根据具体工程项目情况，部分工程路段将由公司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。PPP模式下，公司作为社会资本方参与投资，出资比例通常为51%~95%，并作为该项目的总承包方进行施工，通过政府付费方式取得回款。

中标情况方面，2018~2020年及2021年1~3月，公司分别新接合同215个、400个、330个和109个，在手合同个数分别为347个、613个、540个和183个，公司新签合同业务类型以市政工程为主。从合同金额来看，近年来公司新签合同以大额合同为主，2亿元以上合同金额占比较高。从区域构成来看，公司工程施工业务仍主要集中在山东省内，包括济南、东营、临沂、青岛、烟台、聊城等城市，省外市场以安徽、江苏、江西等为主，未来公司将重点拓展省外业务。

表9：2018~2020年及2021年1~3月中标情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021.1~3
在手合同个数	347	613	540	183
新接合同个数	215	400	330	109
施工合同总额	364.92	453.17	377.80	117.12
其中：新接合同总额	297.47	204.86	222.12	77.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**表 10：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司新签合同情况（亿元）**

分类		2018	2019	2020	2021.1~3
合同金额	5,000 万元~2 亿元	84.39	62.20	96.34	26.06
	2 亿元以上	168.92	114.34	114.63	39.59
	2 亿元以上占比	56.79	55.81	51.61	50.92
区域	山东省内	231.55	179.66	169.45	29.45
	山东省外	65.92	25.20	52.67	28.30
合计		297.47	204.86	222.12	77.74

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

### 公司积极拓展油品销售、收费桥隧、项目管理、监理及检测和租赁及物业管理等业务，对公司收入形成有益补充

油品销售方面，公司油品收入主要来自公司与中国石油化工股份有限公司共同投资成立的子公司济南西城石化有限公司（以下简称“西城石化”）。其公司出资 1,530.00 万元，持股比例 51%。截至 2020 年末，西城石化在营加油站 7 座（其中租赁 4 座，租金总额 487 万元），在建加油站 1 座，投资额 226.74 万元，在建加油加气站 1 座，投资额 603.92 万元。另外，公司部分油品收入来自于滨河集团子

公司济南滨河石化有限公司（以下简称“滨河石化”），截至 2020 年末，滨河石化在营加油站 3 座（其中租赁 3 座，租期 10 年，租金总额 6,186 万元）；在建加气站 1 座，投资额 931.11 万元。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司成品油销售收入分别为 2.22 亿元、2.44 亿元、1.87 亿元和 0.47 亿元。

收费桥隧方面，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。其中，济南凤凰路北延工程、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全长约 4.76km，其中隧道长 3.67km，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，项目收益主要来自隧道及地铁通行费。“三桥一隧”计划总投资 227.51 亿元，截至 2021 年 3 月末，已投资 160.75 亿元，建成后将为公司收入提供较为稳定的补充。

**表 11：截至 2021 年 3 月末公司在建“三桥一隧”项目情况（亿元）**

在建项目名称	建设期间	项目全长（公里）	计划总投资	累计投资	2021 年计划投资
G220 至济青高速公路王舍人互通立交连接工程（原凤凰路北延工程）	2018.01-2021.12	6.66	63.27	39.38	11.43
G309-S101 连接线工程（原齐鲁大道北延工程）	2018.01-2021.06	10.56	46.51	28.08	15.00
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）	2017.12-2020.12	12.79	51.05	46.32	4.94
济泺路穿黄隧道工程	2017.12-2021.10	4.76	66.68	46.97	12.00
合计	--	34.77	227.51	160.75	43.37

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司项目管理、监理及检测业务主要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。公司承接的监理业务包括公路监理项目和市政监理项目；公司检测业务立足济南，积极开展全市范围内的交竣工和第三方检测业务，并拓展至菏泽、莱芜、聊城等地区。

公司物业租赁及物业管理业务主要由全资子

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 2021 年 3 月末，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、紫薇阁和停车场等四十余个项目，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，非可经营房产资产面积 101.75 万平方米。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现租赁及物业服务收入 1.73 亿元、1.95 亿元、1.97 亿元和

0.33 亿元。

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2018 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 2019 年审计报告、经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表，公司各期财务报告按照新会计准则编制，所有数据均为合并报表口径。其中，2018~2020 年财务数据均为审计报告期末数，2021 年一季度财务数据为未经审计期末数。

### 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，但易受有关政策和房地产市场的影响；利润总额主要来自经营性业务利润

公司的收入主要来自土地熟化和工程施工，近年来两项业务合计收入占比约为 90%。2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司分别实现营业收入 231.41 亿元、279.19 亿元、294.40 亿元和 55.74 亿元，其中主营业务收入分别为 229.45 亿元、275.24 亿元、294.18 亿元和 55.65 亿元。具体看来，2018~2020 年，公司土地熟化收入分别为 48.61 亿元、72.05 亿元和 73.28 亿元，近年来波动较大，公司土地熟化

业务于每年年末统一结算并确认年度结转收入，故 2021 年一季度未确认收入；同期，公司工程施工收入分别为 158.01 亿元、174.71 亿元、166.63 亿元和 50.22 亿元，呈稳步增长趋势；公司根据济南市房地产市场情况调整销售计划，近年来商品房销售收入呈现波动，同期分别为 13.94 亿元、13.91 亿元、30.13 亿元和 4.15 亿元；同期，公司成品油销售收入和项目管理、监理及检测收入规模均较稳定。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，对公司营业收入形成有益补充。

毛利率方面，2018~2020 年及 2021 年 1~3 月，公司营业毛利率分别为 16.45%、12.95%、14.10%和 10.89%，主营业务毛利率分别为 16.04%、13.13%、14.07%和 10.75%。受土地熟化和工程施工业务影响呈现下降趋势。分业务来看，2018~2020 年，公司土地熟化业务毛利率分别为 46.21%、20.39%和 18.37%。其中，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。2019~2020 年，受土地整理业务相关政策变动和项目的周期性影响，毛利率有所下滑。公司工程施工业务的毛利率受结算项目的影响，近年来存在小幅波动；受市场行情影响，商品房销售业务近年来毛利率呈上升趋势；成品油销售业务受油品采购成本变化的影响，毛利率波动较大；工程代建业务毛利率为 0，主要系合同约定以实际发生成本确认收入。

表 12：2018~2020 年及 2021 年 1~3 月公司主营业务收入及毛利率情况（万元、%）

项目名称	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
工程施工	1,580,093.68	8.10	1,747,069.04	8.80	1,666,261.41	10.52	502,238.93	10.35
土地熟化	486,098.61	46.21	720,504.52	20.39	732,806.47	18.87	-	-
商品房销售	139,362.45	8.73	139,095.68	13.28	301,334.65	21.18	41,501.37	16.14
工程代建	--	--	--	--	109,470.69	0.00	-	-
成品油销售	22,177.03	19.34	24,382.24	24.57	18,670.65	24.42	4,700.47	23.93
租赁及物业服务	17,284.75	18.64	19,531.59	24.45	19,702.37	-4.52	3,321.56	-1.37
运营维护费	5,981.55	28.86	37,274.65	27.69	32,146.82	32.34	1,123.45	28.33
项管、监理及检测	20,479.03	41.24	22,132.66	43.13	23,378.23	47.39	1,089.76	41.56
广告业务及设计	10,210.66	48.17	10,329.56	36.56	15,900.93	30.08	1,084.53	23.87
其他	12,794.92	-151.79	32,064.29	24.78	22,174.89	30.06	1,478.60	-63.72
<b>合计/综合</b>	<b>2,294,482.68</b>	<b>16.04</b>	<b>2,752,384.22</b>	<b>13.13</b>	<b>2,941,847.10</b>	<b>14.07</b>	<b>556,538.67</b>	<b>10.75</b>

注：公司土地熟化及工程代建业务于每年年末统一结算并确认年度结转收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。2018~2020年及2021年1~3月，管理费用分别为9.19亿元、10.42亿元、11.91亿元和2.59亿元，管理费用主要系职工薪酬及折旧摊销，近年来随人员工资支出增加稳步增长；同期，财务费用分别为6.83亿元、4.23亿元、3.52亿元和1.26亿元，呈逐年下降趋势。同期，公司期间费用收入占比分别为7.43%、6.16%、6.16%和7.93%，整体看来，公司期间费用规模相对可控。

**表 13：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.Q1
销售费用	1.17	1.88	1.82	0.45
管理费用	9.19	10.42	11.91	2.59
研发费用	-	0.67	0.90	0.12
财务费用	6.83	4.23	3.52	1.26
期间费用合计	17.19	17.20	18.15	4.42
期间费用收入占比(%)	7.43	6.16	6.16	7.93
利润总额	23.32	24.40	25.26	1.55
资产减值损失	3.11	2.12	0.21	--
经营性业务利润	21.36	17.94	22.03	1.49
其中：其他收益	2.07	0.61	0.64	0.23
投资收益	4.77	7.67	3.28	0.01

注：2018年管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

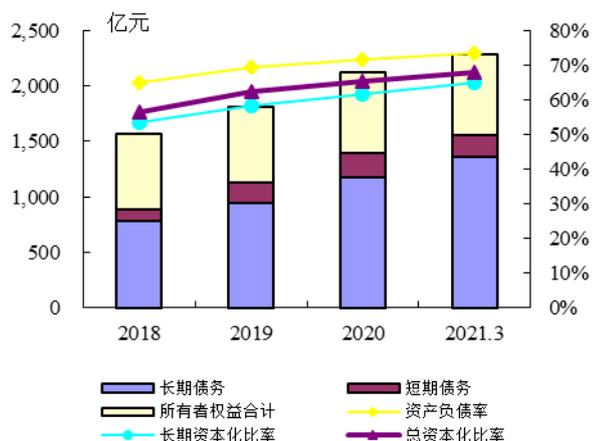
公司利润总额主要由经营性业务利润构成，近年来呈现波动。2018~2020年及2021年1~3月，公司经营性业务利润分别为21.36亿元、17.94亿元、22.03亿元和1.49亿元；其中，2019年因土地熟化业务利润偏低导致当期经营性业务利润有所下滑，2020年由于营业收入及毛利率增长，经营性业务利润有所增长。公司投资收益主要来自参股企业分红及股权处置收益和银行理财收益等，同期分别为4.77亿元、7.67亿元、3.28亿元和0.01亿元，其中。同期，其他收益分别为2.07亿元、0.61亿元、0.64亿元和0.23亿元，主要为收到的政府补助，随着公司自有业务有序开展，政府补助有所降低。

**随着土地整理、基础设施建设和房地产开发等主营业务的持续推进，公司资产规模保持较快的增长势头，股东的持续投入也使得公司净资产稳步增加；但同时，持续扩大的项目投资也推升了公司的总债务，一定程度上增加了公司的偿债压力**

随着土地整理、基础设施建设和房地产开发等主营业务的持续推进，公司资产规模增长较快；但与此同时，业务的持续推进也推升了外部融资需求的扩大，公司负债规模亦随之有所增加。

2018~2020年末及2021年3月末，公司总资产分别为1,935.53亿元、2,218.61亿元、2,574.65亿元和2,740.35亿元。随着长期借款的增加和债券的发行，公司负债规模波动提升，同期末，分别为1,254.86亿元、1,537.38亿元、1,839.60亿元和2,006.60亿元。净资产方面，伴随股东的增资和投入力度的加大、公司发行永续债以及利润留存，公司净资产规模逐年增长，同期末，公司所有者权益分别为680.67亿元、681.23亿元、735.04亿元和733.75亿元。其中，公司实收资本分别为366.56亿元、366.66亿元、366.66亿元和366.66亿元；资本公积分别为168.39亿元、185.25亿元、175.89亿元和175.89亿元，主要为政府拨付资金；未分配利润分别为60.44亿元、80.91亿元、99.44亿元和101.07亿元。同期末，公司其他权益工具分别为13.00亿元、13.00亿元、33.00亿元和33.00亿元，为公司及子公司西城集团发行的永续债。

财务杠杆比率方面，随着债务和股东投入的不断增加，公司的财务杠杆比率呈现波动。2018~2020年末及2021年3月末，公司资产负债率分别为64.83%、69.29%、71.45%和73.22%，总资本化比率分别为56.54%、62.31%、65.43%和67.89%，调整其他权益工具后总资本化率分别为57.28%、63.03%、66.98%和69.33%。

**图 1：2018~2020 年及 2021 年 3 月末公司资本结构分析**


资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

资产构成方面，公司资产中流动资产及非流动资产大体相当，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司流动资产分别为 995.15 亿元、1,089.66 亿元、1,269.64 亿元和 1,410.29 亿元，占各期末总资产比重分别为 51.41%、49.11%、49.31%和 51.46%。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货和其他应收款构成。具体科目来看，同期末，公司货币资金分别为 144.40 亿元、156.75 亿元、150.22 亿元和 226.84 亿元，2021 年 3 月末公司受限货币资金为 1.51 亿元，为使用权受限的保证金。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司应收账款分别为 105.47 亿元、154.58 亿元、212.23 亿元和 200.38 亿元，主要系应收施工项目业主方的工程款，账龄多在 1 年以内。同期末，公司存货分别为 645.67 亿元、672.77 亿元、802.86 亿元和 821.88 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、开发产品、储备土地、和工程施工成本构成，截至 2020 年末，上述四项金额分别为 312.11 亿元、237.25 亿元、45.19 亿元、41.43 亿元和 32.09 亿元。其中，公司储备土地中共计 7 宗划拨地，面积为 373.79 万平方米，均未缴纳土地出让金。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司其他应收款分别为 50.91 亿元、72.21 亿元、77.07 亿元和 111.77 亿元，主要系征地补偿借款、往来款和保证金等。截至 2020 年末，公司账龄在 1 年以内的其他应收款占比 22.78%，1~2 年的其他应收

款占比 33.15%，3 年以上的其他应收款占比 20.97%。

非流动资产方面，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司非流动资产分别为 940.38 亿元、1,128.95 亿元、1,305.01 亿元和 1,330.06 亿元，近年来随着业务的推进增长较快。公司非流动资产主要由在建工程和固定资产构成。具体来看，同期末，公司在建工程分别为 565.35 亿元、781.49 亿元、862.82 亿元和 892.28 亿元，随着公司基础设施建设的持续投入而逐年增长。同期末，公司固定资产分别为 139.72 亿元、151.36 亿元、135.53 亿元和 137.36 亿元，主要为房屋及建筑物。截至 2020 年末，公司在建工程及固定资产中共有公益性资产 295.93 亿元，主要由市三馆、公租房项目和西客站客运综合枢纽等构成。

负债结构方面，公司以非流动负债为主，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司非流动负债分别为 815.52 亿元、975.21 亿元、1,215.28 亿元和 1,376.32 亿元，占各期末负债总额的比重分别为 64.99%、63.43%、66.06%和 68.59%。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司长期借款分别为 235.54 亿元、291.24 亿元、431.90 亿元和 508.54 亿元，主要由保证借款、信用借款和质押借款构成。同期末，公司应付债券分别为 166.11 亿元、205.81 亿元、298.53 亿元和 419.80 亿元，随着业务的推进保持增长态势。截至 2021 年 3 月末，公司共有存续债券 28 只，合计存续余额 454.5 亿元。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司长期应付款分别为 394.29 亿元、458.61 亿元、450.92 亿元和 417.05 亿元，主要系政府置换债券、专项债以及通过融资租赁取得的借款，截至 2021 年 3 月末，公司政府置换债券余额为 299.03 亿元，政府专项债余额 68.92 亿元。

**表 14：截至 2021 年 3 月末公司主要存续债务情况（亿元、年）**

发行公司	债券简称	债券余额	发行期限	起息日
西城集团	境外债	20	5	2016/10/11
西城集团	17 济西城投 MTN001	8	5+N	2017/6/14

西城集团	17 济西城投 MTN002	5	5+N	2017/8/18
西城集团	北金所债权融资计划	10	3	2018/9/5
西城集团	18 济西投债	33	10	2018/12/18
公司	19 济建 01	30	3	2019/4/16
西城集团	19 济西 01	20	3+2	2019/4/25
西城集团	19 济西 02	15	5	2019/8/20
公司	19 济建 02	30	3	2019/11/7
西城集团	19 济西 03	15	5	2019/11/20
西城集团	19 鲁西城投 ZR001	3	3+2	2019/11/29
公司	19 济南城建债 01	15	3+2	2020/1/3
西城集团	北金所债权融资计划	10	3	2020/3/5
公司	20 济建 01	15	3+2	2020/3/27
滨河集团	20 鲁济滨建投 ZR001	4.5	3	2020/3/6
公司	20 济南城建债 01	30	3+3+3+1	2020/4/22
西城集团	北金所债权融资计划	8.5	3	2020/4/1
西城集团	20 济西城投 PPN001	25	3	2020/4/30
公司	20 济建 03	30	3	2020/09/18
公司	20 济南城建 MTN001	20	3+N	2020/10/23
公司	20 济南城建 PPN001	3	3+2	2020/10/28
西城集团	印象 1 优	10	17.85	2020/10/30
西城集团	印象 1 次	0.5	17.85	2020/10/30
公司	20 济建 04	15	3	2020/12/15
公司	21 济建 01	20	3	2021/01/19
公司	21 济建设	24	3+3+3+1	2021/01/28
公司	21 济建 G1	20	3+2	2021/01/29
公司	21 济南城建 PPN001	15	3+2	2021/03/10
<b>合计</b>		<b>454.5</b>	--	--

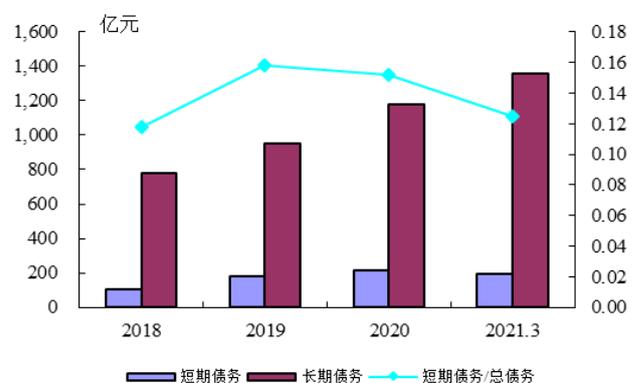
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

流动负债方面，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司流动负债分别为 439.33 亿元、562.17 亿元、624.33 亿元和 630.28 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。同期末，公司应付账款分别为 123.60 亿元、135.84 亿元、151.10 亿元和 136.77 亿元，随着公司项目的持续投资呈波动增长趋势，主要为应付工程款和征地补偿款。截至 2020 年末，公司账龄在 1 年以内的应付账款合计为 98.90 亿元，占比为 62.92%；账龄在 3 年以上的应付账款合计为 12.08

亿元，占比为 8.04%。同期末，公司预收款项分别为 118.37 亿元、164.37 亿元、176.03 亿元和 112.90 亿元。其中，2019 年的大幅上升主要系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，2021 年 3 月末预收款项规模下降，主要系预收款转结所致。2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司其他应付款分别为 85.34 亿元、73.35 亿元、65.15 亿元和 105.51 亿元。其中，2019 年末、2020 年末金额较上年末有所减少主要系当年部分土地移交、退回土地熟化保证金所致。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增长较快，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，分别为 67.82 亿元、109.65 亿元、142.35 亿元和 112.79 亿元。

随着在建项目的持续推进，公司有息债务快速攀升，2018~2020 年末及 2021 年 3 月末，公司总债务分别为 882.35 亿元、1,119.21 亿元、1,391.10 亿元和 1,551.16 亿元，其中长期债务分别为 778.34 亿元、947.98 亿元、1,180.11 亿元和 1,357.14 亿元，短期债务分别为 104.00 亿元、178.22 亿元、210.99 亿元和 194.02 亿元；同期末，公司短期债务/总债务分别为 0.12 倍、0.16 倍、0.15 倍和 0.13 倍。以长期债务为主的债务结构与公司工程建设资金投入回报周期较长的特点较为匹配。

图 2：2018~2020 年末及 2021 年 3 月末公司债务结构情况



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

**公司经营活动净现金流持续为负，无法对债务本息形成有效覆盖；同时，随着项目的持续推进，公司有息债务亦不断增加，且面临一定的短期偿债压力；此外，EBITDA对当期利息支出及债务本金的覆盖能力较弱，但公司备用流动性较为充足**

受到公司项目建设投入不断增加和往来款收支不平衡等因素的影响，近年来公司经营活动净现金流持续为负。2018~2020年及2021年1~3月，经营活动净现金流分别为-20.16亿元、-84.86亿元、-114.78亿元和-35.92亿元。其中，2019年、2020年大幅下滑主要由于公司土地整理成本和建筑工程施工成本投入增加，而相应收入在时间上错配导致。2018~2020年及2021年1~3月，公司经营活动净现金流利息保障系数分别为-0.54倍、-1.62倍、-1.91倍和-2.44倍，近年来无法覆盖债务本息，未来获现能力有待关注。

公司EBITDA主要由利润总额、利息支出和折旧构成，随公司盈利状况呈现一定波动。2018~2020年，公司EBITDA分别为34.75亿元、34.53亿元和35.87亿元。

由于总债务的快速增长，公司偿债指标表现较弱。2018~2020年，公司总债务/EBITDA分别为25.39倍、32.61倍和38.78倍，EBITDA利息保障倍数分别为0.93倍、0.66倍和0.60倍，EBITDA对债务本息的覆盖能力欠佳。

**表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）**

	2018	2019	2020	2021.Q1
短期债务	104.00	178.22	210.99	194.02
长期债务	778.35	947.98	1,180.11	1,357.14
总债务	882.35	1,126.20	1,391.10	1,551.16
货币资金/短期债务	1.39	0.88	0.71	1.17
EBITDA/短期债务	0.33	0.19	0.17	--
经营活动净现金流	-20.16	-84.86	-114.78	-35.92
经营活动净现金流/总债务	-0.02	-0.08	-0.08	-0.09*
经营活动净现金流/利息支出	-0.54	-1.62	-1.91	-2.44
EBITDA	34.75	34.53	35.87	--
总债务/EBITDA	25.39	32.41	38.78	--
EBITDA利息倍数	0.93	0.66	0.60	--

注：带“\*”指标经过年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

从债务到期期限来看。截至2021年3月末，2021年4~12月、2021~2023年公司每年需偿还债务分别为165.67亿元、241.75亿元、321.97亿元和158.64亿元，整体而言，公司每年还本付息压力均较大。公司计划通过金融机构借款、直接融资、自有资金等方式偿还。

**表 16：截至 2021 年 3 月末公司到期债务分布情况（亿元）**

到期年份	2021.4~12	2021	2022	2023
到期金额	165.67	241.75	321.97	158.64

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

银行授信方面，截至2021年3月末，公司与建设银行、工商银行、中信银行、民生银行和北京银行等多家银行均建立了长期稳定的信贷业务关系，获得银行授信总额1,231.20亿元，已使用授信额度499.73亿元，未使用授信额度731.47亿元，备用流动性充足。

或有负债方面，截至2021年3月末，公司对外担保余额合计45.71亿元，占当期净资产的比重为6.23%，担保对象均为当地国有企业，均正常经营。

**表 17：截至 2021 年 3 月末公司对外担保情况**

被担保单位	担保余额（万元）	担保期限
济南城市建设投资集团有限公司	200,000.00	2014/9/4 至 2024/9/4
济南城市建设投资集团有限公司	9,994.00	2017/12/31 至 2023/12/31
济南城市建设投资集团有限公司	89,400.00	2015/10/10 至 2023/10/10
济南城市投资集团有限公司	150,000.00	2019/2/1 至 2026/2/1
济南城市静态交通管理运营集团有限公司	7,700.00	2017/9/30 至 2027/9/29
<b>合计</b>	<b>457,094.00</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

受限资产方面，截至2021年3月末，公司受限资产规模为255.01亿元，占当期总资产比重的9.31%，主要系用于抵押借款的土地使用权及地上建筑物。

**表 18: 截至 2021 年 3 月末公司受限资产情况**

受限资产类型	受限金额 (万元)	受限原因
应收账款	89,644.05	售后回租标的
存货	780,552.54	设定抵押担保、售后回租标的
长期应收款	165,564.42	设定质押担保
投资性房地产	109,500.21	设定抵押担保
在建工程	1,011,680.31	设定抵押担保、售后回租标的
无形资产	379,075.78	设定质押担保、售后回租标的
其他货币资金	14,881.80	对外使用受限制
银行存款	236.00	对外使用受限制
<b>合计</b>	<b>2,551,135.10</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**过往债务履约情况：**根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2021 年 6 月 9 日，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

## 外部支持

**作为济南市重要的城市开发建设主体，公司在业务开展、资产注入、财政补贴和债务置换等方面获得了济南市人民政府和济南市财政局的有力支持**

济南市国资委以达成产业相关、业务协调、优势互补的原则，根据功能定位对区域内国有资产进行整合。济南城建在济南城市建设领域具有重要地位，并在业务开展、资产注入、财政补贴和债务置换等方面获得济南市人民政府的持续支持。

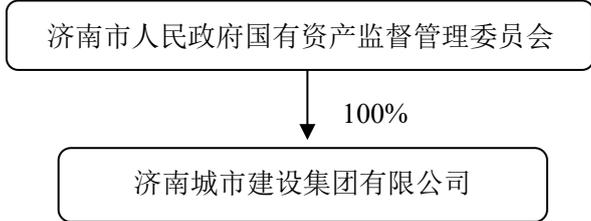
业务开展方面，公司子公司滨河集团和西城集团在各开发区域具有专营优势，近年来先后承接了小清河开发建设和西部新城区建设等重点项目。同时，根据济政土字[2010]164 号文件和济国土资函[2010]454 号文件，济南市国土资源局将天桥区药山街道办事处东沙社区居民委员会、王炉社区居民委员会、卢庄社区居民委员会共 822,856 平方米土地和天桥区洛口街道办事处李庄社区居委会、南徐社区居委会、北徐社区居委会共 1,220,100 平方米土地纳入政府储备用地并作为资产划转至公司。在资金支持上，2017~2020 年，公司合计获得政府市政基础设施项目及公租房项目建设资金 175.88 亿元，此外，济南城建于 2017~2020 年分别获得政府补贴 4.05 亿元、2.07 亿元、0.60 亿元和 0.60 亿元。

政府债务置换方面，公司积极参与地方风险化解。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 2021 年 3 月末，公司已置换债务规模为 311.95 亿元，其中滨河集团已置换债务 94.66 亿元，西城集团已置换债务 217.29 亿元。

## 评级结论

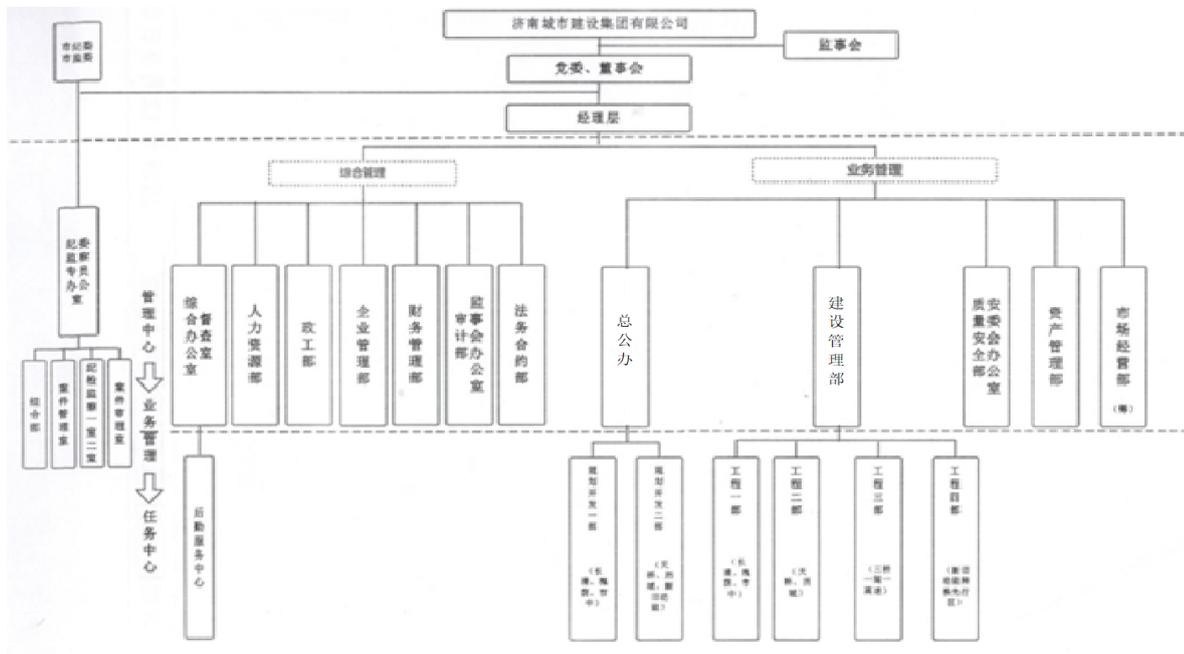
综上所述，中诚信国际维持济南城市建设集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“19 济建设/19 济南城建债 01”、“20 济建设/20 济南城建债 01”、“21 济建设/21 济南城建债 01”和“20 济南城建 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

## 附一：济南城市建设集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



全称	注册资本	持股比例(%)
济南西城投资开发集团有限公司	500,000.00	100.00
济南滨河新区建设投资集团有限公司	135,000.00	100.00
济南市政公用资产管理运营有限公司	150,000.00	100.00
山东大通世纪实业有限公司	750.00	100.00
济南城建集团有限公司	60,000.00	100.00
济南黄河路桥建设集团有限公司	30,000.00	100.00
济南金衢公路勘察设计研究有限公司	540.00	100.00
济南金日公路工程有限公司	30,100.00	100.00
济南金宇公路产业发展有限公司	10,000.00	100.00
济南三利物业管理有限公司	300.00	100.00
济南凯发房地产咨询有限公司	50.00	90.00
济南城市建设集团万融置业有限公司	100,000.00	100.00
济南城市建设集团投资有限公司	51,000.00	100.00
济南城市建设集团资产运营管理有限公司	20,000.00	100.00
山东济西湿地生态农场有限公司	5,198.6162	100.00
济南城市建设集团园区管理有限公司	2,000.00	100.00
山东易方达建设项目管理有限公司	1,500.00	100.00
济南新城文化传媒有限公司	100.00	100.00

注：截至 2021 年 3 月末公司一级子公司情况



资料来源：公司提供

## 附二：济南城市建设集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,444,048.59	1,567,467.36	1,502,241.07	2,268,415.71
应收账款	1,054,698.24	1,545,765.45	2,122,321.97	2,003,776.61
其他应收款	509,060.63	722,065.17	770,693.77	1,117,700.80
存货	6,456,684.71	6,727,721.59	8,028,575.49	8,218,842.88
长期投资	755,527.84	743,798.95	1,165,528.55	1,161,858.78
在建工程	5,653,520.52	7,814,882.53	8,628,186.55	8,922,803.48
无形资产	244,537.98	256,853.36	661,644.53	663,732.71
总资产	19,355,289.97	22,186,129.85	25,746,492.77	27,403,478.75
其他应付款	853,430.05	733,515.28	651,453.93	1,055,134.70
短期债务	1,040,018.48	1,782,242.01	2,109,878.89	1,940,200.08
长期债务	7,783,486.49	9,479,766.92	11,801,112.46	13,571,410.12
总债务	8,823,504.97	11,262,008.92	13,910,991.34	15,511,610.20
总负债	12,548,563.62	15,373,807.89	18,396,045.04	20,065,983.54
费用化利息支出	66,774.79	53,941.08	59,249.38	14,682.95
资本化利息支出	307,327.03	468,767.63	542,857.27	132,778.05
实收资本	3,665,600.40	3,666,600.40	3,666,600.40	3,666,600.40
少数股东权益	672,170.29	310,815.80	324,228.90	307,371.81
所有者权益合计	6,806,726.34	6,812,321.96	7,350,447.73	7,337,495.21
营业总收入	2,314,072.65	2,791,905.24	2,944,015.60	557,367.12
经营性业务利润	213,635.75	179,445.77	220,279.74	14,905.03
投资收益	47,690.01	76,710.87	32,847.20	56.25
净利润	207,592.74	223,887.10	227,629.90	13,952.33
EBIT	299,943.58	297,958.18	311,860.34	30,226.58
EBITDA	347,544.89	345,342.27	358,735.49	--
销售商品、提供劳务收到的现金	2,801,115.52	2,965,419.74	2,254,077.55	681,983.69
收到其他与经营活动有关的现金	607,237.05	449,539.44	508,180.61	422,169.44
购买商品、接受劳务支付的现金	2,963,368.73	3,054,354.57	3,246,076.89	948,479.47
支付其他与经营活动有关的现金	382,026.24	951,982.01	428,433.23	436,540.11
吸收投资收到的现金	97,767.07	145,106.00	228,170.64	3,828.93
资本支出	1,020,220.67	1,008,926.36	965,021.26	247,533.93
经营活动产生现金净流量	-201,599.20	-848,587.35	-1,147,770.87	-359,244.82
投资活动产生现金净流量	-859,100.46	-778,340.59	-1,063,118.97	-241,134.20
筹资活动产生现金净流量	531,187.07	1,670,346.52	2,245,643.98	1,375,465.37
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	16.45	12.95	14.10	10.89
期间费用率(%)	7.43	6.16	6.16	7.93
应收类款项/总资产(%)	9.36	11.59	12.47	12.64
收现比(X)	1.21	1.06	0.77	1.23
总资产收益率(%)	1.62	1.43	1.30	0.45*
资产负债率(%)	64.83	69.29	71.45	73.22
总资本化比率(%)	56.45	62.31	65.43	67.89
短期债务/总债务(%)	11.79	15.83	15.17	12.51
FFO/总债务(X)	0.03	0.02	0.02	--
FFO 利息倍数(X)	0.76	0.48	0.48	--
经营活动净现金流利息覆盖倍数(X)	-0.54	-1.62	-1.91	-2.44
总债务/EBITDA(X)	25.39	32.61	38.78	--
EBITDA/短期债务(X)	0.33	0.19	0.17	--
货币资金/短期债务(X)	1.39	0.88	0.71	1.17
EBITDA 利息覆盖倍数(X)	0.93	0.66	0.60	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际将“其他流动负债”中的计息部分调入短期债务，将“长期应付款”中的计息部分调入长期债务；3、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；4、带\*指标已经年化处理。

### 附三：基本财务指标的计算公式

指标		计算公式
资本结构	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/交易性金融负债+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+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	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+所有者权益合计)
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用合计	=财务费用+管理费用+销售费用+研发费用
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用-财务费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	FFO (营运现金流)	=经营活动净现金流-营运资本的减少(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)
	收现比	=销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	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
偿债能力	EBITDA 利息覆盖倍数	=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	FFO 利息覆盖倍数	=FFO/(费用化利息支出+资本化利息支出)
	经营活动净现金流利息覆盖倍数	=经营活动净现金流/(费用化利息支出+资本化利息支出)

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	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 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。