

国泰海通-济南城投 第2期资产支持专项计划 信用评级报告

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〕1195号

联合资信评估股份有限公司通过对“国泰海通-济南城投第2期资产支持专项计划”的信用状况进行综合分析和评估，确定“国泰海通-济南城投第2期资产支持专项计划”项下优先级资产支持证券的信用等级为AAA_{sf}。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二六年三月六日

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评级协议委托方委托所出具，除因本次评级事项联合资信与委托方构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与委托方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委托方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、本次信用评级结果仅适用于本期债券，有效期为本期债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

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

七、本报告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。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



国泰海通-济南城投第 2 期资产支持专项计划

信用评级报告

证券名称	金额（万元）	占比	偿付方式	预期到期日	信用等级
优先级证券	103000.00	99.90%	固定	2044 年 3 月 31 日	AAA _{sf}
次级证券	100.00	0.10%	--	2044 年 3 月 31 日	NR
合计	103100.00	100.00%	--	--	--

注：1.本报告为联合资信基于报告出具日前获得的评级资料所出具的售前评级报告，若后续获得最终确定的评级资料与现有资料不一致，评级报告的结论可能会相应调整；2.本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；3. NR 表示未予评级

评级关键要素

交易概览	量化模型测试——DSCR	
基础资产： 标的债权及其附随的全部从权利 抵押物/物业资产： 成城大厦地下 1 层、地下 2 层、B 座 1-26 层、A 座 1-9 层及裙楼 1-2 层和逸家广场 3 号楼 101、4 号楼 101 的房屋所有权及其占用范围内的土地使用权 资产服务机构 1/出质人 1/项目公司/物业持有人/借款人/抵押人/济南城建投资： 济南市城市建设投资有限公司 资产服务机构 2/出质人 2/共同还款人： 山东泉逸新商业发展有限公司 原始权益人/出借人/贷款人/差额支付承诺人/流动性支持承诺人/回售和赎回承诺人/济南城投： 济南城市投资集团有限公司 预期到期日： 【2044】年【3】月【31】日 物业资产评估价值： 147352.75 万元	基础情景	物业资产预测可分配净现金流对优先级资产支持证券各期利息支出的覆盖倍数最低为 1.14 倍，对除最后一期外的优先级资产支持证券本息支出的覆盖倍数最低为 1.04 倍，无法覆盖最后一期优先级资产支持证券本息支出
	压力情景	在优先级资产支持证券预期收益率为 2.80%且不考虑资金留存的情况下，当物业资产预测运营净收入进一步下降幅度超过 1.39%时，调整后的物业资产预测可分配净现金流将无法足额覆盖优先级资产支持证券利息支出
内外部增信措施	量化模型测试——LTV	
内部信用支持： 优先级/次级偿付顺序、触发机制、抵押担保及质押担保 外部信用支持： 差额支付承诺、流动性支持承诺、回售和赎回承诺	处置物业资产	优先级资产支持证券的 LTV 为 69.90%，可承受跌价极值为 17.34%

注：1.量化模型测试具体情况详见报告正文；2.可承受跌价极值系指若未来物业资产的处置价格较评估价值时点的价值下跌超过该值时，扣除土地增值税、增值税及拍卖费等相关税费后的处置净现金流或无法覆盖本专项计划优先级资产支持证券本金的发行规模

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对“国泰海通-济南城投第 2 期资产支持专项计划”（以下简称“本专项计划”）所涉及的基础资产及其项下物业资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，以评定本专项计划项下优先级资产支持证券的信用等级。

本专项计划的物业资产所处区域位置较好，所在奥体 CBD 板块平均租金水平为全济南市最高，但受多重因素影响，物业资产未来净现金流或将偏离预期，抵质押担保措施对优先级资产支持证券预期本息支出保障程度弱，优先级资产支持证券信用水平主要依赖于外部增信机构提供的增信支持。

济南城投作为差额支付承诺人、流动性支持承诺人、回售和赎回承诺人提供相应的差额支付、流动性支持和赎回义务。联合资信评定济南城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其对本专项计划提供的增信承诺为优先级资产支持证券的本息偿付提供了主要的信用支持。

本专项计划的主要风险已得到缓释处理或已有充分考量，各参与方能够较好地履行其相应的职能。

综合考虑上述因素，联合资信评定本专项计划项下优先级资产支持证券的信用等级为 AAA_{sf}。

优势

- **物业资产所处区域位置较好。**本专项计划物业资产位于济南市历下区，所在奥体 CBD 板块平均租金水平为全济南市最高，周边交通便捷，公共配套设施齐全。
- **差额支付承诺人/流动性支持承诺人/回售和赎回承诺人济南城投履约能力极强。**济南城投外部发展环境良好；能持续获得有力的外部支持；济南城投土地整理业务持续性良好。

关注

- **抵质押担保措施对优先级资产支持证券预期本息支出保障程度弱，受多重因素影响，物业资产未来净现金流或将偏离预期。**在优先级资产支持证券预期收益率为 2.80%且不考虑资金留存的情况下，当物业资产预测运营净收入进一步下降幅度超过 1.39% 时，调整后的物业资产预测可分配净现金流将无法足额覆盖优先级资产支持证券利息支出。同时优先级资产支持证券的抵押率为 69.90%，可承受跌价极值为 17.34%。物业资产现存租户的租赁合同期限无法覆盖本专项计划存续期且租约到期时间较集中，考虑到近年及未来一段时间国内宏观经济处于转型期，实体经济风险加大，不排除出现承租人提前退租或停止续租导致空置率上升或新租赁价格下降的情况，或导致物业资产运营净收入的实现情况不及预期。
- **需关注济南城投相关运营和财务风险。**济南城投整体债务负担较重，短期偿付压力大；房地产开发项目投入规模较大，需对项目销售及去化情况保持关注；济南城投资金支出压力较大。

本次评级使用的评级方法

方法名称	版本号
资产支持证券评级方法总论	V4.1.202511
商业地产资产证券化评级方法	V4.0.202312

注：上述评级方法均已在联合资信官网公开披露

济南城市投资集团有限公司主要财务数据（合并口径）

项目	2022年	2023年	2024年	2025年9月	项目	2022年	2023年	2024年	2025年9月
现金类资产（亿元）	69.19	61.95	83.63	83.44	营业利润率（%）	10.78	12.78	15.93	10.06
资产总额（亿元）	2027.13	2349.81	2546.73	2647.52	净资产收益率（%）	1.96	8.16	2.71	--
所有者权益（亿元）	520.04	647.23	675.78	628.17	资产负债率（%）	74.35	72.46	73.47	76.27
短期债务（亿元）	516.96	440.09	520.82	605.98	全部债务资本化比率（%）	65.95	64.10	66.51	70.45
长期债务（亿元）	490.21	715.60	821.24	892.01	流动比率（%）	99.39	97.59	93.76	90.05
全部债务（亿元）	1007.17	1155.69	1342.06	1497.98	经营现金流流动负债比（%）	-25.68	-7.29	-3.82	--
营业总收入（亿元）	112.07	156.34	143.36	86.46	现金短期债务比（倍）	0.13	0.14	0.16	0.14
利润总额（亿元）	12.15	57.44	23.87	11.88	EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	1.39	0.59	--
EBITDA（亿元）	20.59	67.44	34.80	--	全部债务/EBITDA（倍）	48.93	17.14	38.57	--
经营性净现金流（亿元）	-216.24	-58.90	-33.49	-28.94					

注：1. 济南城投 2025 年三季度财务数据未经审计；2. 本报告合并口径已将其其他应付款和其他流动负债中的付息项纳入短期债务核算，将长期应付款中付息项调整至长期债务核算；3. 本报告中除特别说明外，均指人民币；4. “--”代表数据不适用

资料来源：联合资信根据审计报告、财务报表及济南城投提供资料整理

评级时间

2026 年 3 月 6 日

评级项目组

项目负责人：宋 旭 songxu@lhratings.com

项目组成员：肖 月 xiaoyue@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

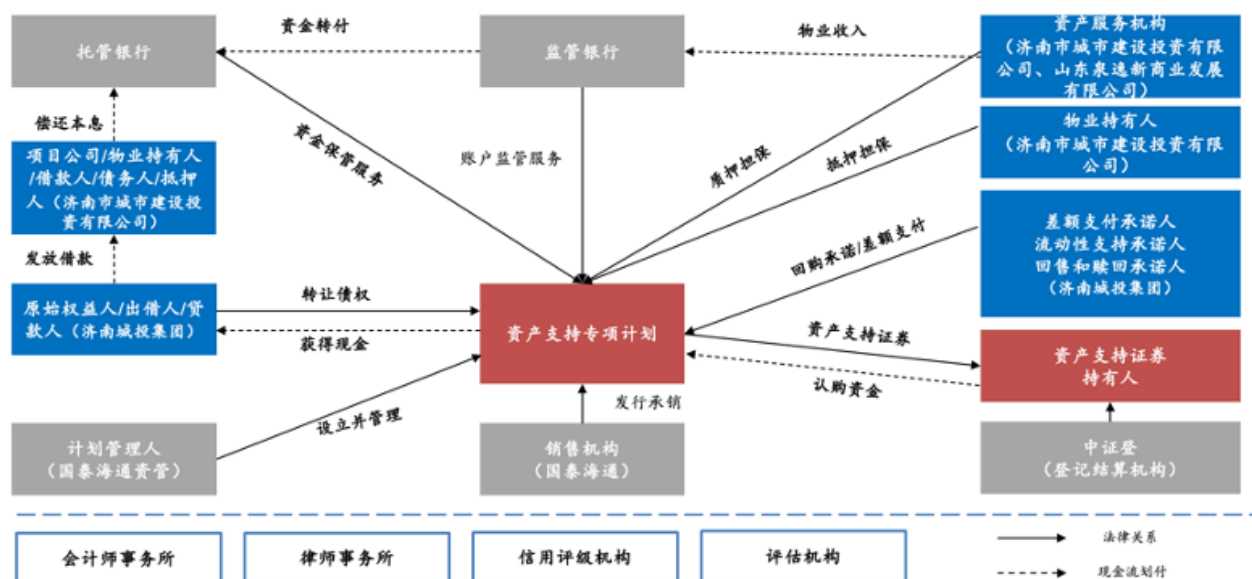
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）



一、专项计划概要

国泰海通-济南城投第2期资产支持专项计划（以下简称“本专项计划”或“本交易”）资产支持证券（以下简称“本期证券”）由计划管理人上海国泰海通证券资产管理有限公司（以下简称“管理人”或“国泰海通资管”）发行，所募资金用于向原始权益人济南城市投资集团有限公司（以下简称“济南城投”）购买基础资产，即原始权益人于专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人依据《借款协议》《债权转让与确认协议》对借款人济南市城市建设投资有限公司（以下简称“济南城建投资”）、共同还款人山东泉逸新商业发展有限公司（以下简称“山东泉逸新”）享有未偿本金余额为人民币 10.31 亿元的债权及与此相关的一切附属权利。管理人以基础资产形成的属于专项计划的全部资产和收益，按约定向本期证券持有人还本付息。本交易的交易结构图如下所示。

图 1 · 交易结构图



资料来源：联合资信根据《计划说明书》整理

本期证券总发行规模预计 10.31 亿元，分为优先级资产支持证券（以下简称“优先级证券”）和次级资产支持证券（以下简称“次级证券”）。优先级证券按季还本付息（还本计划见附件 4）；次级证券在优先级证券的本金和预期收益全部兑付完毕后，按约定享有剩余收益。本专项计划的存续期限预计为 18（3+3+3+3+3）年，本期证券情况详见下图表。

图 2 · 资产支持证券概要（单位：万元）

证券名称	金额	占比	利率类型	预期到期日	还本付息方式
优先级	103000.00	99.90%	固定利率	2044 年 3 月 31 日	固定
次级	100.00	0.10%	—	2044 年 3 月 31 日	按约定分配
合计	103100.00	100.00%	—	—	—

资料来源：联合资信根据交易文件整理

二、基础资产分析

1 基础资产概况

本专项计划基础资产为由原始权益人根据《债权转让与确认协议》约定在专项计划设立日转让给管理人的、原始权益人依据《借款协议》享有的标的债权及其附随的全部从权利。

根据《借款协议》《债权转让与确认协议》，济南城投向济南城建投资提供借款（以下简称“标的债权”），山东泉逸新作为借款的共同还款人，与济南城建投资不分顺位地共同连带地偿还借款，借款金额为 10.31 亿元，济南城投将标的债权转让予国泰海通资管（代表本专项计划）。借款人济南城建投资和共同还款人山东泉逸新应按季度向专项计划账户划付当期应付债权本息。标的债权利息所适用的利率不高于中国人民银行授权全国银行间同业拆借中心每月 20 日公布的一年期银行贷款市场报价利率（LPR）的四

倍，且标的债权任何一期应付本息不得低于对应的兑付日应付的专项计划税负、专项计划费用、优先级证券预期收益和当期应付本金。

根据《抵押合同》《质押合同》，为保障标的债权本金、利息及其他全部款项和费用的偿付，济南城建投资作为抵押人将其持有的物业资产不动产权证项下的房屋所有权及其占用范围内的土地使用权抵押给计划管理人国泰海通资管，并在专项计划设立日起90个工作日内将国泰海通资管登记为抵押财产的第一顺位和唯一抵押权人；济南城建投资和山东泉逸新作为出质人将特定期间（基准日【2026】年【4】月【1】日（含该日）至【2044】年【2】月【29】日）内物业资产取得的一切租金收入、逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有），损害赔偿金（如有）以及其他与租金收入相关的款项质押给计划管理人，为标的债权提供质押担保，并应在专项计划设立日起45个工作日内完成质押登记手续，使得计划管理人登记为质押物的第一顺位质权人，且出质人不得将质押物再行为其他债务提供质押担保。

基于交易安排，在不考虑外部增信设置的情况下，本专项计划基础资产现金流主要为借款人和共同还款人以物业资产运营收入偿还标的债权本息形成的对应可分配现金流，也包含特定情形下物业资产处置现金流（或有）和借款人及共同还款人的其他资金。因此借款人和共同还款人的偿债能力以及物业资产运行情况对优先级证券本金偿还具有重要作用。

2 借款人和共同还款人分析

从财务指标来看借款人偿债指标表现较弱，但考虑到其当地地位和外部支持，整体偿付能力极强。此外，流动性支持承诺人济南城投作为借款人和共同还款人的直接或间接控股股东，为标的债权的偿还承担主要信用保障。

本专项计划的资产服务机构 1/出质人 1/借款人/抵押人为济南城建投资，资产服务机构 2/出质人 2/共同还款人为山东泉逸新。借款人和共同还款人基本概况及财务概况如图表 3—5 所示。

图表 3 • 截至 2024 年底借款人和共同还款人基本概况（单位：万元）

借款人/共同还款人名称	成立日期	注册资本	控股股东及持股比例	法定代表人	主要经营范围	征信情况
济南城建投资	1997/11/07	700000.00	济南城市建设投资集团有限公司（100.00%）	李咏	城建项目投资、管理、房地产开发经营等	截至 2026 年 2 月 12 日，济南城建投资无未结清的关注类和不良类信贷交易
山东泉逸新	2023/03/27	1000.00	济南城投（100.00%）	陈燕	商业综合体管理服务	截至 2026 年 1 月 4 日，山东泉逸新无未结清的关注类和不良类信贷交易

资料来源：联合资信根据公开资料、借款人和共同还款人提供资料整理

山东泉逸新为济南城投的全资子公司；济南城建投资由济南城市建设投资集团有限公司 100.00%持股，济南城市建设投资集团有限公司由济南城投 100%持股。因此借款人和共同还款人的直接或间接控股股东均为济南城投。

图表 4 • 截至 2024 年底借款人和共同还款人财务概况（单位：亿元、倍）

借款人/共同还款人	资产总额	负债总额	所有者权益	资产负债率	营业收入	利润总额	流动比率	速动比率	经营现金/全部债务	经营现金/利息支出
济南城建投资	611.71	231.86	379.85	37.90%	43.66	10.13	105.65%	75.50%	0.71	542.25
山东泉逸新	0.79	0.67	0.11	85.50%	0.69	0.00	99.72%	99.72%	0.17	8.18

注：山东泉逸新利润总额无法以亿元计量，为 0.02 万元

资料来源：联合资信根据借款人和共同还款人审计报告整理

截至 2024 年底，济南城建投资资产和所有者权益较上年底变化不大，负债较上年底下降 11.80%，主要系济南城建投资偿还其他应付款和一年内到期的非流动负债所致，负债水平基本保持稳定。2024 年，济南城建投资营业收入同比增长 23.24%，主要系济南城建投资 2024 年土地熟化业务确认收入较 2023 年增加所致；利润总额同比下降 30.52%，主要系所持投资性房地产公允价值下降所致。2024 年，济南城建投资偿债指标表现较弱，考虑到济南城建投资是济南市重要的城市基础设施建设主体，股东背景强，持续获得政府较大力度支持，整体偿付能力极强。

截至 2024 年底，山东泉逸新资产规模和负债规模较上年底分别增加 0.67 亿元、0.67 亿元，主要系租入使用权资产并新增借款、确认租赁负债所致。2024 年，山东泉逸新营业收入同比增加 0.56 亿元，主要系 2024 年起新增来自逸家广场的收入所致。2024 年，山东泉逸新实现利润总额 0.02 万元，同比减少 139.77 万元，主要系山东泉逸新人员从 5 人增加至 25 人，致使内部管理费用增加。2024 年，山东泉逸新偿债指标表现较弱。

图表 5 • 截至 2025 年 9 月底借款人和共同还款人财务概况（单位：亿元）

借款人/共同还款人	资产总额	负债总额	所有者权益	资产负债率	营业收入	利润总额
济南城建投资	641.60	260.72	380.88	40.64%	22.33	1.95
山东泉逸新	0.67	0.55	0.11	82.09%	0.52	0.00

注：山东泉逸新利润总额无法以亿元计量，为 7.01 万元
资料来源：联合资信根据借款人和共同还款人审计报告和财务报表整理

截至 2025 年 9 月底，济南城建投资资产、负债、所有者权益较年初变化不大。

截至 2025 年 9 月底，山东泉逸新资产总额较上年底下降 15.37%，负债总额较上年底下降 17.98%，所有者权益较上年底变化不大；根据新租赁准则要求，逸家广场的经营租赁需确认使用权资产和租赁负债，使用权资产及租赁负债逐年递减直至摊平，故资产负债逐年下降。2025 年 1—9 月，山东泉逸新实现营业收入 5205.28 万元，实现利润总额 7.01 万元，主要系信用减值损失有 27.34 万元转回。

截至 2026 年 3 月 5 日，经查询国家企业信用信息公示系统、证券期货市场失信记录查询平台、中国执行信息公开网、国家税务总局网站和信用中国，联合资信未发现借款人或共同还款人存在重大失信信息。

3 物业资产分析

(1) 物业资产概况

物业资产均位于济南市区，所属区域交通便捷，公共配套设施齐全。

本专项计划共涉及 2 处物业资产，分别为成城大厦和逸家广场（产权方均为济南城建投资）。

成城大厦位于济南市历下区经十路 10567 号，处于济南市着力打造的中央商务区（CBD）片区，东南两侧紧邻奥体西路、经十路两大主干道，东邻山东省高级人民法院，西邻 CBD 中央广场，南邻奥体中心体育场和济南市政府。成城大厦距离济南地铁 3 号线和 4 号线地铁站不到 500 米；附近有多个公交站点，公交线路有 BRT6 号线、539 路、552 路、T6 线快巴、B18 路、B62 路、B150 等，区域位置较为优越，交通便利。成城大厦周围多为办公物业，所处区域环境较好，商业繁华程度较高；有济南市历下区韶光小学等教育机构，山东第一医科大学附属省立医院（奥体院区）等医疗机构，聚集较多银行服务网点，供水、供电等基础设施等完备，公共服务设施齐全。

逸家广场位于济南市历城区舜义路 558 号（龙奥北路与舜义路交汇处），周围多为住宅及办公，东邻汉峪金谷与舜泰广场，西邻奥体中心体育场和济南市政府，南邻密集的居住社区，如中海奥龙观邸、晨曦嘉园、浪潮玺园等小区，所处区域环境较好，商业繁华程度较高。逸家广场距离地铁 4 号线 1 公里，附近有多个公交站点，公交线路有 T3 路快巴、K145 路、K238 路、K278 路、K73 路等，交通较便利。逸家广场附近有济南高新区奥龙小学、东城逸家小学、东城逸家中学等教育机构，山东第一医科大学附属省立医院（奥体院区）等医疗机构，聚集较多银行服务网点。供水、供电等基础设施等完备，公共服务设施齐全。

图表 6 • 成城大厦区位图



资料来源：联合资信根据公开资料整理

图表 7 • 逸家广场区位图



资料来源：联合资信根据公开资料整理

成城大厦入池范围为成城大厦地下 1 层、地下 2 层、B 座 1—26 层、A 座 1—9 层及裙楼 1—2 层（具体包括编号为“济房权证历字第 183122 号”不动产权证项下的 384 套房屋及车位）（建筑面积 61534.47 平方米）。根据《资产委托经营管理合同》，济南城投全资子公司济南市国有资产运营有限公司（以下简称“国资运营公司”）对济南城投名下具备经营条件资产进行运营管理，本专

项计划物业资产均已交接国资运营公司运营，委托期限自 2019 年 1 月 1 日至 2029 年 12 月 31 日。委托期限内，济南城建投资、国资运营公司、承租人签订三方租赁协议，由承租人直接将资产租赁租金支付至济南城建投资的账户。济南城建投资按半年根据资产租赁收入向国资运营公司支付管理费¹，每年支付一次，年底清算多退少补。截至 2025 年 9 月底，成城大厦停车位数量共计 339 个，B2 车位 134 个，B3 车位 205 个。成城大厦入池部分尚未办理不动产权证书分割，但该等房产在房屋产权证书中可区分，且有独立的房屋编号、座落、用途及面积。

逸家广场入池范围为 4 号楼 101 配套公建房屋（建筑面积 44507.26 平方米）、3 号楼 101 酒店（建筑面积 11520.18 平方米），合计房屋建筑面积为 56027.44 平方米。济南城建投资、济南城投置业有限公司（以下简称“城投置业”）和山东泉逸新三方签订了《逸家广场资产租赁承租人变更协议》，从 2024 年 1 月 1 日开始逸家广场由山东泉逸新整租，并由山东泉逸新进行管理并对外出租。济南城建投资和山东泉逸新签《资产租赁合同》重新调整了运营约定：总可租建筑面积为 57668.30 平方米，车位 334 个，前三年租金分别按 0.7、0.8、0.9 元/平方米·日计算，第四年及以后租金另行协商，车位管理费按 200 元/个·月结算，租金和车位管理费按半年度支付。如项目年度结算后利润超出运营成本（含上述租金），山东泉逸新支付年度结算项目利润 80%给济南城建投资，支付时间为一个经营年度结算后三个月内。合同租赁期自 2024 年 5 月 25 日至 2036 年 5 月 24 日。

图表 8 · 物业资产基本情况

物业资产名称	获取方式	获取/竣工年份	产权方	运营方	楼层/户室位置
成城大厦	转让	2011 年	济南城建投资	国资运营公司	历下区经十东路 10567 号成城大厦地下 1 层、地下 2 层、B 座 1-26 层、A 座 1-9 层及裙楼 1-2 层
逸家广场	转让	2021 年	济南城建投资	山东泉逸新	历城区舜义路 558 号逸家广场 3 号楼 101、历城区舜义路 558 号逸家广场 4 号楼 101

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

物业资产入池部分证载建筑面积合计 117561.91 平方米，可出租面积合计 101485.76 平方米。物业资产土地终止年限均能覆盖本专项计划存续期。截至 2025 年 9 月底，2 处物业资产除了抵质押给前序专项计划“国君-济南城投第 1 期资产支持专项计划”，不存在其他转让限制。

图表 9 · 物业资产证载情况（单位：平方米）

物业资产名称	入池建筑面积	可出租面积	土地性质	证载用途	实际用途	用途是否一致	土地终止年限
成城大厦	61534.47	46306.08	出让	商服用地	办公	是	2048/08/26
逸家广场	56027.44	55179.68	出让	其他普通商品住房用地/配套公建、其他普通商品住房用地/酒店	商业、酒店	是	2082/11/14
合计	117561.91	101485.76	--	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

（2）运营环境分析

2024 年，济南市经济总量保持增长；商业地产行业呈走弱态势；写字楼市场平均租金呈下降趋势。2025 年上半年，济南市奥体 CBD 板块写字楼市场租金最高，空置率承压；济南市零售市场无新项目入市，空置率和租金保持平稳。

根据《2024 年济南市国民经济和社会发展统计公报》，2024 年，初步核算，济南市实现地区生产总值 13527.6 亿元，按不变价格计算，比上年增长 5.4%；其中，第一产业增加值 440.0 亿元，增长 3.6%；第二产业增加值 4519.2 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 8568.4 亿元，增长 5.2%；三次产业结构 3.3:33.4:63.3。2024 年，济南市全年固定资产投资完成额比上年增长 0.4%。分产业看，第一产业投资增长 116.3%；第二产业投资增长 0.2%，其中工业投资与上年持平；第三产业投资与上年持平。基础设施投资增长 0.6%。济南市全年房地产开发投资完成额 1557.6 亿元。其中，住宅投资增长 4.8%。房屋施工面积 8042.6 万平方米，下降 1.2%，其中，住宅施工面积 4767.0 万平方米，下降 4.4%。2024 年，济南市居民人均可支配收入 54390 元，比上年增长 5.1%。其中，城镇居民人均可支配收入 65364 元，增长 4.6%；农村居民人均可支配收入 27182 元，增长 6.2%。城镇居民恩格尔系数 23.6%，农村居民恩格尔系数 30.2%。

商业地产行业作为房地产行业的子行业，其发展主要受到社会资金成本和经济增速的推动，自 2021 年以来商业地产开发投资走弱态势较为显著。叠加需求不振和房地产行业融资恶化等因素影响，商业地产竣工面积有所下降，但整体库存压力依然较

¹ 若资产租赁收入 1 亿元（含）内，按租金收入 8%支付管理费；若资产租赁收入 1-2 亿元（含），按租金收入 7%支付管理费；若资产租赁收入 2-3 亿元（含），按租金收入 6%支付管理费。总收入超过 3 亿元以上部分不再收取管理费用。以租赁房屋空置率面积不超过 20%、出租协议租金收取率不低于 90%为基准，如空置率高于 1%或收取率低于 1%，相应扣减管理费部分的 1%；如空置率低于 20%或收取率高于 90%暂不考虑增加管理费比例。

大。2024 年商业地产行业在销售端延续去库存态势，新增供应持续缩减，开发投资低迷。租赁方面，一线城市零售物业出租率有一定企稳改善迹象，但租金水平缓步下滑；写字楼出租率和租金水平下降态势仍较显著。2025 年，在经济增长面临较多不确定性因素的环境下，办公楼租金收入预计仍将下行；商业地产企业面临投资性房地产估值下降风险，或将影响利润水平和长期偿债能力。详见《2025 年商业地产行业分析》。

根据戴德梁行《2025 年上半年济南写字楼和零售市场概况报告》，在写字楼市场方面，自 2021 年，济南市写字楼市场新增供应量大幅增长，供应量近 50 万平方米，净吸纳量约 20 万平米，2024 年新增供应量逾 20 万平方米，净吸纳量近 8 万平米；2021 年起，济南写字楼市场平均租金水平呈逐年下降趋势。2025 年上半年，济南工业软件大厦入市，为奥体 CBD 板块写字楼市场带来 6 万平方米的新增供应，济南市五大核心区域写字楼总存量 209.66 万平方米。奥体 CBD 板块平均租金为五个区域中最高，为 99.62 元/平方米/月，空置率仅低于西城板块，为 38.4%。市场租赁的主力为 TMT 行业、建筑工程行业以及金融行业，分别占有所有行业总成交面积的 38%、25%和 17%。未来三年，济南甲级写字楼市场预计将迎来约 109 万平方米的新增供应，新项目主要集中在奥体 CBD 片区。近年济南市出台利好惠企政策助推资产去化。预计未来短期内，市场竞争将加剧，去化压力加大，济南市甲级写字楼市场租金和空置率仍将承压下行。

在零售市场方面，2025 年上半年，济南无新项目入市，全市目前优质零售项目总存量为 387.2 万平方米。2025 年二季度，济南零售市场依旧保持平稳，核心商圈首层平均租金微降至每月每平方米 473 元，空置率微升至 8.78%，其中奥体 CBD 商圈存量 43.5 万平米，首层平均租金 120—550 元/平方米/月，空置率 5.1%；新店开业方面，餐饮和时尚零售品牌仍是市场拓店主力。未来三年济南零售市场预计将有约 106 万平方米的优质零售空间投放市场，奥体 CBD 商圈新项目以小体量为主，西客站商圈将迎来多个大型项目，占新增市场供应的大部分。政策导向利好，2025 年济南将持续发力首发经济、夜间经济，积极培育数字消费、健康消费，扩大优质商品供给和服务体验。

（3）租赁情况分析

逸家广场租赁情况尚可，成城大厦租赁情况一般；现有租赁合同无法覆盖本专项计划存续期间，物业资产近一年均有较大续租压力。

截至 2025 年 9 月底，物业资产可出租面积合计为 101485.76 平方米，已出租面积合计 79092.18 平方米，出租率为 77.93%。截至 2025 年 9 月底，成城大厦涉及租户 36 户，共涉及 5 户关联方租户，均为济南城投子公司或孙公司，关联方所涉租赁面积为 7530.22 平方米，占已出租面积 26.92%，平均租赁单价 2.30 元/平方米·天，低于成城大厦整体平均租赁单价 2.57 元/平方米·天²，基本无欠缴情况。截至 2025 年 9 月底，逸家广场涉及租户 61 户，无关联方租户，平均租赁单价 1.98 元/平方米·天。

图表 10 • 截至 2025 年 9 月底物业资产出租情况（单位：平方米）

物业资产	可出租面积	已出租面积	出租率
成城大厦	46306.08	27977.61	60.42%
逸家广场	55179.68	51114.57	92.63%
合计	101485.76	79092.18	77.93%

注：成城大厦已出租面积和出租率中包含大会议室 589.05 平方米和国资运营公司自用部分 1111.72 平方米，自用部分未签订合同且不缴纳租金
 资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

从租赁到期情况来看，截至 2025 年 9 月底，成城大厦剩余租期主要集中在 1 年以内，占已出租面积的 42.28%；逸家广场剩余租期主要集中在 1 年以内，占已出租面积的 31.32%。物业资产现有租约均无法覆盖本专项计划存续期，存在一定续租风险。

图表 11 • 截至 2025 年 9 月底成城大厦剩余租期情况（单位：年、平方米）

剩余租期	承租面积	占比
0—1	11828.30	42.28%
1—2	6141.94	21.95%
2—3	5350.08	19.12%
3—4	2719.37	9.72%
4—5	237.15	0.85%
长期	1700.77	6.08%
合计	27977.61	100.00%

注：租赁年限为长期的部分包括大会议室（589.05 平方米）以及物业管理人国资运营公司自用的 1111.72 平方米
 资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

² 在平均租赁单价核算中，大会议室和物业管理人国资运营公司自用部分不纳入统计。

图表 12 • 截至 2025 年 9 月底逸家广场剩余租期情况（单位：年、平方米）

剩余租期	承租面积	占比
0—1	16008.05	31.32%
1—2	4267.64	8.35%
2—3	1383.06	2.71%
3—4	6210.93	12.15%
4—5	3307.20	6.47%
5—6	2273.95	4.45%
7—8	301.37	0.59%
9—10	4013.00	7.85%
10—11	2696.44	5.28%
11—12	10652.93	20.84%
合计	51114.57	100.00%

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

租金支付频率方面，成城大厦租金收取频率主要按半年度（半年度收取租赁面积为 23623.70 平方米，占已出租面积比重 84.44%），按年度（包括合同期近一年的租户约定一次性收取）收取租赁面积占已出租面积比重 6.36%，季度收取的租赁面积合计占已出租面积比重 3.12%。大会议室委托招商积余物业管理有限公司济南分公司进行运营³，主要针对大厦内部有临时会议需求使用，2025 年收入为 19880 元。逸家广场租金收取频率主要按季度（季度收取租赁面积为 48456.92 平方米，占已出租面积比重 94.80%），按半年度收取租赁面积占已出租面积比重 3.84%，月度收取的租赁面积合计占已出租面积比重 1.36%。

从主力租户来看，截至 2025 年 9 月底，成城大厦前五大租户合计承租面积 12776.00 平方米，占已出租面积的 45.67%，租户集中度较高。前五大租户的租约最早于 2026 年 3 月 26 日到期，最晚于 2029 年 6 月 19 日到期。截至 2025 年 9 月底，逸家广场前五大租户合计承租面积为 29723.98 平方米，占已出租面积的 58.15%，前两大租户希尔顿欢朋酒店、SAPR 家家悦占已出租面积的 43.69%，租户集中度较高。前五大租户的租约最早于 2029 年 4 月 30 日到期，最晚于 2037 年 1 月 26 日到期。

图表 13 • 截至 2025 年 9 月底成城大厦前五大租户情况（单位：平方米、元/平方米·天）

租户	楼层	承租面积	占比	租赁结束日期	租金单价	租金增长方式	租金收取频率
济南城投排水集团有限公司	A 座 5 层、6 层	2223.44	7.95%	2027/07/30	2.25	无	半年
	B 座 20 层	1311.04	4.69%	2026/05/27	2.30	无	半年
和泰人寿保险股份有限公司	B 座 3 层	3488.39	12.47%	2027/12/09	1.98	无	半年
济南新泉水产业发展有限公司	A 座 8 层、9 层	2223.44	7.95%	2029/06/19	2.36	无	半年
济南历下德正堂中医医院有限公司	裙楼 1 层、2 层	2148.98	7.68%	2028/07/31	3.70	每两年上浮 10%	半年
历下区经东奥龙大酒店（大滋味）	1 层、-1 层部分	1380.71	4.94%	2026/03/26	3.03	每两年上浮 10%	半年
合计	--	12776.00	45.67%	--	--	--	--

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

图表 14 • 截至 2025 年 9 月底逸家广场前五大租户情况（单位：平方米、元/平方米·天）

租户	铺位号	承租面积	占比	租赁结束日期	租金单价	租金增长方式	租金收取频率
希尔顿欢朋酒店	酒店	11678.00	22.85%	2036/12/28	1.63	每三年递增 8%	季度
SAPR 家家悦	超市 01、119、120、121、122、123、124、125、126、127、128、129	10652.93	20.84%	2037/01/26	1.56	每三年递增 5%	季度
星辉影城	影院 01（4）	4013.00	7.85%	2035/03/31	1.21	无	季度

³ 会议室基础服务内容包括会议服务及会议耗材（桶装水、纸杯、茶叶、卫生间两纸一液等）。运营价格为 4000 元/天，2500 元/半天，成城大厦内部租户、集团子公司及政府成立的聚集区成员等相关方享有不同程度价格优惠。合同委托期限为 3 年，自 2025 年 3 月 17 日起至 2028 年 3 月 16 日止。国资运营公司与招商积余物业管理有限公司济南分公司按 4:6 分成，半年结双方各自承担税费（增值税税率 6%），同时自合同签订之日起，该会议室不再收取城投集团及甲方的物业管理费。半年根据确定的分成比例，招商积余物业管理有限公司济南分公司向国资运营公司支付前期会议室运营的收入。

可恩口腔	109 (2) -115 (2)	1722.60	3.37%	2036/05/31	2.83	无	季度
同理小特攻	107 (1&2)、118	1657.45	3.24%	2029/04/30	1.08	每三年递增 4%	季度
合计	--	29723.98	58.15%	--	--	--	--

注：1、租金单价为“本期租赁合同季度租金/计租面积/91.25”计算得出；2、同理小特攻租户租约起始于 2024 年 1 月 1 日，自 2027 年 5 月 1 日起，将从 33 元/月/平递增至 35 元/月/平

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

2024 年，成城大厦出租率、收缴率、平均租金单价均较 2023 年小幅下降，出租情况一般。2025 年 1—9 月，成城大厦收缴率下降至 95.00%，主要系个别租户欠缴或延迟缴纳房租所致；平均租金单价较 2024 年下降 11.19%，主要原因系整体行业市场价格波动影响所致。

2024 年，逸家广场出租率较 2023 年增长 5.79%，收缴率上升 10 个百分点，平均租金单价较上年下降 2.94%，出租情况较好。2025 年 1—9 月，逸家广场收缴率较 2024 年下降 15.13 个百分点，主要系酒店尚未缴纳租金，延迟至本年底前缴纳。

图表 15 • 物业资产历史运营情况（单位：元/平方米·天）

物业资产	项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
成城大厦	出租率	57.32%	53.01%	60.42%
	收缴率	100.00%	98.83%	95.00%
	平均租金单价	2.80	2.68	2.57
逸家广场	出租率	87.05%	92.84%	92.63%
	收缴率	88.00%	98.00%	82.87%
	平均租金单价	2.04	1.98	1.98

注：企业未能提供 2022 年数据

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

（4）物业资产历史收入数据

2023 年以来，成城大厦运营净收入呈现下降趋势，逸家广场运营净收入增长并保持稳定。物业资产总体经营受市场租金变动影响较大。

2024 年成城大厦运营收入同比下降 14.64%，主要系租金单价下降、出租率下降所致；运营净收入同比下降 17.14%。2025 年 1—9 月，成城大厦运营净收入 1199.14 万元，达到 2024 年净运营收入的 61.41%。

图表 16 • 成城大厦历史运营收入及净收入情况（单位：万元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
运营收入	3299.18	2816.31	1903.52
运营成本	922.03	846.51	693.94
运营净收入	2377.15	1969.80	1209.58

注：企业未能提供 2022 年数据

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

逸家广场 2024 年运营收入同比增长 46.73%，运营成本同比下降 15.67%，主要系 2024 年出租率和收缴率提高、维修支出偏低所致；净收入同比增长 102.79%。2025 年 1—9 月，逸家广场实现运营净收入 1535.74 万元，达到 2024 年净运营收入的 74.19%。

图表 17 • 逸家广场历史运营收入及净收入情况（单位：万元）

项目	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
运营收入	1937.79	2843.35	2446.30
运营成本	916.98	773.31	910.56
运营净收入	1020.81	2070.05	1535.74

注：企业未能提供 2022 年数据

资料来源：联合资信根据借款人提供资料整理

综上所述，基础资产现金流主要来源于物业资产的运营净收入以及特定情形下物业资产处置现金流（或有），物业资产整体经营情况一般。

三、交易结构分析

1 现金流安排

本专项计划的直接还款来源为标的债权应付本息，实际还款来源为物业资产运营净现金流、差额支付承诺人提供的差额款项，相关交易文件明确地约定了账户管理条款，同时也对于现金流的归集和划转设置了清晰的规定。

(1) 账户设置及现金流归集

本专项计划设有借款人及共同还款人收款账户（由济南城建投资和山东泉逸新分别开立）、监管账户（由济南城建投资开立）、专项计划账户（由管理人以专项计划名义开立）。现金流归集情况如下图所示。

图表 18 • 现金流归集



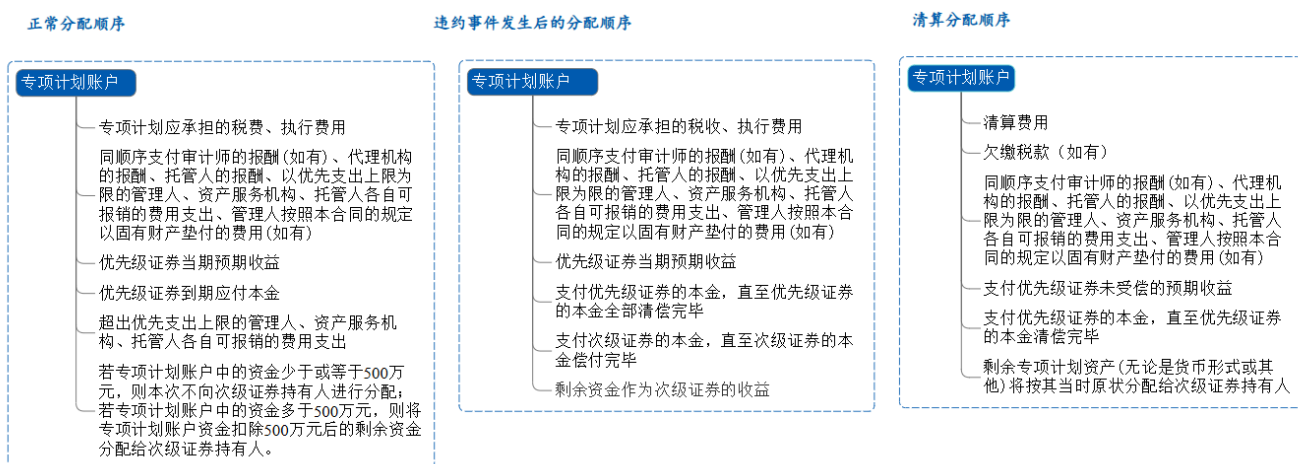
资料来源：联合资信根据交易文件整理

由上图可见，借款人在物业租金收入归集日（T-10 日，T 日为兑付日⁴）将紧邻的上一个归集期间⁵内收款账户收到的全部物业租金收入净额划转至监管账户。监管账户内资金于监管账户划付日（T-9 日）向专项计划账户划付等值于必备金额（借款人应付的当期标的债权本息及《债权转让与确认协议》约定的其他费用（如有）之和，第一个监管账户划付日而言，必备金额不低于第一个归集期间内的物业租金收入净额）的部分。若在专项计划终止日之前，截至任何一个兑付日的前一个托管人报告日或在专项计划终止日，专项计划账户内可供分配的资金不足以支付该兑付日应付的税收、专项计划费用、优先级证券的预期收益和到期应付本金，则触发专项计划差额支付启动事件（定义详见附件 2），差额支付承诺人济南城投应于差额支付承诺人划款日将相应款项划入专项计划账户。

(2) 现金流分配

专项计划账户项下的资金分配如下图所示（若同一顺序的多笔款项不能足额分配时，按各项金额的比例支付，且除在预期到期日需支付的本金之外，其余项不足部分在下一期支付）。

图表 19 • 现金流分配



资料来源：联合资信根据交易文件整理

⁴ 兑付日（T 日）：每年的【3】月、【6】月、【9】月和【12】月的最后一个工作日。其中，第一个兑付日应为【2026】年【6】月【30】日。

⁵ 归集期间：每个自然年度的【3】月【1】日至【5】月【31】日、【6】月【1】日至【8】月【31】日、【9】月【1】日至【11】月【30】日、【12】月【1】日至次年【2】月【28】日对应的期间。特别的，第一个归集期间为自基准日（含该日）起至第一个物业运营收入归集日前一个月的月末最后一日（含该日）止的期间。在发生加速归集事件后，归集期间为每一个自然月度。

(3) 重要交易机制

本专项计划设有利率调整安排、回售与赎回安排。

利率调整安排

在利率调整日（就优先级证券而言，第 $12n$ （ $n=1,2,3,4,5$ ）个兑付日）前的第【28】个工作日，管理人应就调整届时未到期的优先级证券预期收益率的相关事项征求次级证券持有人和回售和赎回承诺人的书面意见，并根据次级证券持有人和回售和赎回承诺人的意见相应调整届时未到期的优先级证券的预期收益率。优先级证券的预期收益率调整后，利率调整后紧邻的下一兑付日应按照调整后的预期收益率向投资者分配本金和利息。

回售、赎回安排

在回售登记期内，优先级证券持有人有权选择将其持有的优先级证券全部或部分回售给回售与赎回承诺人。若优先级证券持有人决定行使回售权，则须在回售登记期（R-27日至R-22日）内进行登记，若优先级证券持有人未在回售登记期内进行登记，则视为放弃回售权并同意继续持有优先级证券。回售和赎回承诺人济南城投除依据约定接受优先级证券持有人回售的优先级证券份额外，有权选择赎回优先级证券的所有剩余份额。回售与赎回价款为回售和赎回对应的优先级证券在完成当期分配后的未偿本金余额。为避免疑义，优先级证券的回售与赎回价格=回售/赎回份额×票面面值-拟回售/赎回的优先级证券已经得以偿付的本金金额（含应于回售登记期对应的兑付日偿付的本金金额）。为避免疑义，回售与赎回承诺人赎回全部优先级证券后，专项计划提前终止。

2 内部增信

本专项计划设置有优先级/次级偿付机制、抵押和质押担保措施。物业资产可分配净现金流和抵押物对优先级证券的保障程度弱。各项触发事件的设置将为专项计划的现金流带来有利的影响。

(1) 优先级/次级偿付机制

本专项计划采用优先级/次级的偿付次序作为内部信用提升机制。根据交易文件安排，基础资产所产生的现金流按照约定顺序分配给不同优先级别的证券，优先偿付高等级证券的利息和本金。在这种情况下，劣后受偿证券先行承担风险，为优先档证券提供信用增级，降低了优先档证券的信用风险。各档证券获得的信用支持需结合抵质押担保分析整体考量。

(2) 质押担保/现金流覆盖

为保障标的债权的偿付，出质人将特定期限内，物业资产取得的一切租金收入、逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有），损害赔偿金（如有）以及其他与租金收入相关的款项质押予管理人。根据交易安排，自专项计划设立日起45个工作日内，若出质人未能在中国人民银行征信中心动产融资统一登记公示系统完成质押物⁶的质押登记，使得管理人被登记为质押物的第一顺位且唯一质权人的，将触发债权提前到期事件（详见附件2），管理人可直接决定并宣布标的债权提前到期，或召集有控制权的资产支持证券持有人大会决议是否指令管理人宣布标的债权提前到期。

根据天健会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“天健会所”）出具的《国君-济南城投第2期资产支持专项计划注册会计师执行商定程序的报告》（以下简称“《商定程序报告》”）中物业资产现金流预测结果，经测算：在优先级证券预期收益率为2.50%且考虑留存时，物业资产预测可分配净现金流对优先级证券利息支出的覆盖倍数最低为1.14倍，对除最后一期外优先级证券本息支出的覆盖倍数最低为1.04倍，但无法覆盖最后一期优先级证券本息支出。

(3) 抵押担保

为保障标的债权的偿付，抵押人以其持有的物业资产项下的房屋及对应的国有土地使用权抵押予管理人，抵押期间为自抵押有效设立之日起，至抵押担保范围内的应付款项全部付清并且抵押登记注销后止。根据交易安排，若自专项计划设立日起90个工作日内，管理人仍未代表专项计划登记为物业资产之上第一顺位且唯一抵押权人，将触发标的债权提前到期事件，管理人可直接决定并宣布标的债权提前到期，或召集有控制权的资产支持证券持有人大会决议是否指令管理人宣布标的债权提前到期。

北京坤元至诚资产评估有限公司（以下简称“坤元至诚评估”）就物业资产出具了《资产评估报告》，确定物业资产于价值时点（2025年9月30日）的评估价值为147352.75万元。优先级证券本金对物业资产评估价值的抵押率为69.90%。

⁶ 质押物：在特定期限内，物业资产取得的一切租金收入、逾期缴纳滞纳金（如有）、违约金（如有），损害赔偿金（如有）以及其他与租金收入相关的款项。质押物的范围以《质押合同》附件清单为准。

(4) 触发机制

本专项计划主要设有差额支付启动事件、加速归集事件、违约事件和债权提前到期事件等触发机制（详见附件 2）。触发加速归集事件后，收款账户向监管账户划付频率由按季度加快至按月。触发违约事件后，专项计划分配顺序将发生相应调整。触发债权提前到期事件后，管理人可直接决定并宣布标的债权提前到期，或召集有控制权的资产支持证券持有人大会决议是否指令管理人宣布标的债权提前到期。

四、量化模型测试

联合资信对资产支持证券信用等级的评定是对证券违约风险的综合评价，是以基础资产的信用表现为基础，结合交易结构分析、压力测试，综合判定受评优先级证券本金和利息获得及时、足额支付的可能性。联合资信通过使用偿债覆盖倍数（DSCR）和优先级证券相对物业资产评估价值的比率（LTV）两个指标来量化评估物业资产形成的可分配现金流对优先级证券的保障程度。

1 偿债覆盖倍数分析

根据交易安排，标的债权的本息偿还应能覆盖优先级证券本金及预期收益、专项计划应承担的税收、费用及其他费用支出。因此，下文直接展示物业资产可分配现金流对优先级证券的偿债覆盖倍数。偿债覆盖倍数反映了每个兑付日本专项计划基于物业资产产生的可分配资金对优先级证券本金和预期收益支出的覆盖水平，是评估违约可能性的指标。联合资信根据本专项计划的偿付安排，分别测算了在基础情景下以及各种压力情景下优先级证券的偿债覆盖倍数水平，以判断物业资产现金流入状况对优先级证券本息支出的保障程度。

(1) 现金流预测合理性分析

天健会所对物业资产运营净现金流的预测结果具有一定参考性，未来受多因素影响现金流实现情况仍可能偏离预测值。

天健会所出具了《现金流预测报告》，天健会所对物业资产 2025 年 10 月 1 日至 2044 年 9 月 30 日的物业资产经营净现金流进行了预测，预测的基本假设包括：已出租部分的租赁收入预测按照现有合同签订的租金水平进行测算，合同期满后按照 2025 年 9 月 30 日成城大厦已出租部分的平均租金 2.50 元/日/平方米作为起始租金，以后年度每年增长 2%。预计后续年度的出租率将逐年小幅增长，到 2031 年 10 月 1 日出租率达到 80.00%，以后年度一直保持不变。成城大厦写字楼配有停车位 339 个，租赁合同中约定停车位租金为 400 元/月/个，已出租 215 个停车位，预计出租车位数量每年递增 5%，到 2028 年 10 月 1 日出租数量达到 271 个，后期年度保持不变，租金增长水平与写字楼保持一致。根据委托运营协议，由国资运营公司负责成城大厦的招租事宜，租赁收入在 1 亿元以内的部分，按照租赁收入的 8%向国资运营公司缴纳运营费用。每年的保险费和维修费分别按照房屋重置价值的 0.2%和 0.3%进行预测，重置总价格为 17229.65 万元。另有增值税税率 5%、附加税合计 12%、印花税 1%，房产税已出租的部分从租计征，按照不含税租赁收入的 12%，未出租的部分按照按房产原值一次减除 30%后的余值计算；土地使用税 16 元/平方米/年。物业资产运营净现金流预测分为现金流入、现金流出两部分，物业资产运营净现金流等于现金流入减去现金流出。预测结果如下图所示。

图表 20 • 物业资产运营净现金流预测（单位：万元）

期间	现金流入	净现金流	净现金流同比增长率	期间	现金流入	净现金流	净现金流同比增长率
2026 年 4—5 月	1032.84	651.34	--	2035 年 3—5 月	2346.66	1579.69	1.78%
2026 年 6—8 月	1582.92	1004.79	--	2035 年 6—8 月	2352.85	1584.62	1.76%
2026 年 9—11 月	1623.99	1038.54	--	2035 年 9—11 月	2374.21	1601.02	1.89%
2026 年 12 月—2027 年 2 月	1645.57	1053.22	7.72%	2035 年 12 月—2036 年 2 月	2390.85	1610.33	2.09%
2027 年 3—5 月	1653.96	1058.50	8.35%	2036 年 3—5 月	2398.56	1614.64	2.21%
2027 年 6—8 月	1661.19	1064.26	5.92%	2036 年 6—8 月	2408.72	1622.74	2.41%
2027 年 9—11 月	1708.40	1101.97	6.11%	2036 年 9—11 月	2428.31	1637.89	2.30%
2027 年 12 月—2028 年 2 月	1752.05	1133.92	7.66%	2036 年 12 月—2037 年 2 月	2713.13	1860.75	15.55%
2028 年 3—5 月	1764.20	1142.15	7.90%	2037 年 3—5 月	2855.36	1972.14	22.14%
2028 年 6—8 月	1769.48	1146.36	7.71%	2037 年 6—8 月	2862.03	1977.46	21.86%
2028 年 9—11 月	1804.03	1174.60	6.59%	2037 年 9—11 月	2882.40	1993.14	21.69%
2028 年 12 月—2029 年 2 月	1824.59	1188.37	4.80%	2037 年 12 月—2038 年 2 月	2782.84	1909.71	2.63%

2029年3—5月	1829.11	1190.49	4.23%	2038年3—5月	2924.38	2020.50	2.45%
2029年6—8月	1834.15	1194.50	4.20%	2038年6—8月	2932.45	2026.92	2.50%
2029年9—11月	1873.13	1225.65	4.35%	2038年9—11月	2953.77	2043.35	2.52%
2029年12月—2030年2月	1895.84	1240.73	4.41%	2038年12月—2039年2月	2851.32	1957.49	2.50%
2030年3—5月	1901.60	1243.79	4.48%	2039年3—5月	3001.11	2074.80	2.69%
2030年6—8月	1909.79	1250.31	4.67%	2039年6—8月	3011.82	2083.33	2.78%
2030年9—11月	1999.14	1325.22	8.12%	2039年9—11月	3037.65	2103.25	2.93%
2030年12月—2031年2月	2065.28	1376.63	10.95%	2039年12月—2040年2月	2948.51	2027.82	3.59%
2031年3—5月	2079.79	1386.62	11.48%	2040年3—5月	3110.61	2154.87	3.86%
2031年6—8月	2085.18	1390.90	11.24%	2040年6—8月	3118.96	2161.52	3.75%
2031年9—11月	2146.30	1441.59	8.78%	2040年9—11月	3138.00	2176.20	3.47%
2031年12月—2032年2月	2179.61	1465.88	6.48%	2040年12月—2041年2月	3023.93	2080.88	2.62%
2032年3—5月	2184.03	1467.78	5.85%	2041年3—5月	3184.13	2206.35	2.39%
2032年6—8月	2189.97	1472.51	5.87%	2041年6—8月	3191.70	2212.38	2.35%
2032年9—11月	2206.91	1485.58	3.05%	2041年9—11月	3213.90	2229.48	2.45%
2032年12月—2033年2月	2219.36	1491.96	1.78%	2041年12月—2042年2月	3099.84	2133.98	2.55%
2033年3—5月	2226.42	1495.91	1.92%	2042年3—5月	3268.82	2266.39	2.72%
2033年6—8月	2235.20	1502.91	2.06%	2042年6—8月	3281.31	2276.34	2.89%
2033年9—11月	2255.64	1518.69	2.23%	2042年9—11月	3306.18	2295.54	2.96%
2033年12月—2034年2月	2289.08	1541.63	3.33%	2042年12月—2043年2月	3202.95	2208.54	3.49%
2034年3—5月	2304.39	1552.10	3.76%	2043年3—5月	3385.83	2351.95	3.78%
2034年6—8月	2310.82	1557.22	3.61%	2043年6—8月	3394.23	2358.64	3.62%
2034年9—11月	2329.23	1571.37	3.47%	2043年9—11月	3419.90	2378.38	3.61%
2034年12月—2035年2月	2341.44	1577.30	2.31%	2043年12月—2044年2月	3294.46	2273.50	2.94%

注：联合资信根据《现金流预测报告》按归集期间整理，2026年4月之前的现金流不属于本专项计划，故未予展示
 资料来源：联合资信根据《现金流预测报告》整理

2030—2031年，物业资产预测运营净收入增长率较高，主要系按照大部分合同约定，每三年价格增长，普遍增长8%—10%左右。2037年物业资产预测运营净收入大幅增长，主要系家家悦超市合同到期后按照市场平均租金重新计算收入所致。总体看，天健会所依据物业资产的历史收入情况及其所处区域运营环境，对物业资产未来运营净现金流的预测结果具有一定参考性。但随着实体经济风险以及地区经济风险的加大，未来济南市经济增速可能放缓，且租赁市场竞争可能加剧；同时考虑到物业资产现存租户的租赁合同期限无法覆盖本专项计划存续期，不排除出现承租人提前退租或停止续租导致空置率上升或新租赁价格下降的情况，从而给物业资产经营净现金流的实现带来一定负面影响。

（2）基础情景下 DSCR 测算

根据交易安排，本专项计划优先级证券预期支出的最终还款来源主要为物业资产的运营净收入。基础情景下，联合资信假设：
 ①本专项计划正常存续至预期到期日；②物业资产未来运营净收入符合世联评估出具的《现金流预测报告》给出的预测结果（详见图表20）；③标的债权利率区间和专项计划优先级证券预期收益率区间将设定一定息差以保障中间费用及税金的足额支付，正常情况下标的债权利息偿还金额应能保障专项计划端相关税费及优先级证券的利息支出；④假设物业资产运营净收入仅通过借款人和共同还款人支付的标的债权利息及本金流转至专项计划账户；⑤本专项计划于2026年4月15日设立，根据交易安排，运营净收入归集起始日为2026年4月1日，以2026年4月1日—2026年5月31日物业资产运营净收入为第一期现金流，以2026年6月1日—2026年8月31日为第二期现金流，后续以此按3个月一期类推；⑥考虑优先级证券本息分配完毕后不超过500万元的部分留存于专项计划账户中；⑦优先级证券的预期收益率为2.50%。本专项计划物业资产可分配净现金流对优先级证券本金及预期收益偿付能力情况见下图表，具体各期覆盖倍数情况见附件3。

图表 21 • 基础情景下优先级证券 DSCR (单位: 倍)

类别	DSCR 区间
优先级证券利息支出 DSCR	1.14~13.75
优先级证券本息支出 DSCR	期间: 1.04~1.18; 期末: 0.09

注: 1. 物业资产可分配净现金流=当期物业资产运营净收入-相关税费(包括 0.005%兑付兑息费率、0.01%托管费率、20.00 万元/年其他费用及相关税费包括增值税及附加税率 3.26%)+专项计划账户留存资金; 2. 优先级证券利息支出 DSCR=物业资产可分配净现金流/优先级证券利息支出; 优先级证券本息支出 DSCR=物业资产可分配净现金流/优先级证券本息支出

数据来源: 联合资信整理

经测算, 基础情景下, 物业资产可分配净现金流可以覆盖优先级证券各期利息支出及优先级证券期间本息支出, 但无法覆盖优先级证券期末本息支出。

(3) 压力情景下 DSCR 测算

鉴于优先级证券的兑付较为依赖物业资产的运营情况, 但物业资产运营情况受多重因素影响或将偏离预测值。此外, 优先级证券预期收益率高低亦将影响物业资产可分配净现金流对优先级证券预期支出的保障程度。因此, 联合资信对物业资产预测可分配净现金流对优先级证券利息和本金的保障程度进行压力测算。

由于优先级证券的预期收益率尚未确定, 联合资信在基础情景上加压 30bps, 将优先级证券的预期收益率上调为 2.80%, 且不考虑专项计划留存资金, 本专项计划物业资产净现金流易受人流量、出租率、租金水平以及其他收入变动情况等因素影响, 因此联合资信在天健会所出具的《现金流预测报告》的预测现金流基础上, 测算了物业资产预测可分配净现金流对优先级证券利息支出覆盖能承受的极限下跌幅度。

经测算, 在优先级证券预期收益率为 2.80%且不考虑资金留存的情况下, 当物业资产预测运营净收入进一步下降幅度超过 1.39%时, 调整后的物业资产预测可分配净现金流将无法足额覆盖优先级证券利息支出。

2 处置回收价值分析

(1) 物业资产评估价值

坤元至诚评估对本专项计划物业资产进行了评估, 并出具了《资产评估报告》, 评估价值时点为 2025 年 9 月 30 日。坤元至诚评估根据物业资产的实际情况, 结合估价目的, 采用市场法和收益法作为本次估价的基本方法进行综合分析, 具体评估结果如下表所示。

图表 22 • 物业资产评估价值和抵押率 (单位: 万元)

项目名称	市场法价值	市场法权重	收益法价值	收益法权重	评估总价值	抵押率
成城大厦	72564.70	45.00%	45803.17	55.00%	57845.86	--
逸家广场	90136.33	50.00%	88877.44	50.00%	89506.89	--
合计	--	--	--	--	147352.75	69.90%

资料来源: 联合资信根据《资产评估报告》整理

总体看, 坤元至诚评估依据物业资产的历史收入情况及其所处区域运营环境, 对物业资产进行了估值, 但部分假设基于物业资产产权人提供的相关资料, 且假设的部分年度收入增长率高于历史水平, 结合物业资产周边竞争等潜在的不利原因, 不排除物业资产未来空置率上升或新租赁价格下降从而导致物业资产评估价值下降的可能性。

(2) 跌价测试

根据交易安排, 物业持有人将物业资产抵押予管理人, 特定情形下, 本期证券可以通过市场化处置或其他方式对其所持有的物业资产进行处分。该抵押行为对交易的保障力度取决于物业资产处置后可回收现金流对优先级证券本金的覆盖程度。考虑到物业资产估值结果具有一定参考性, 联合资信未对估值进行压力调整, 根据坤元至诚评估提供的《资产评估报告》对抵押物价值进行了跌价测试。

考虑到物业资产处置时, 需缴纳土地增值税、增值税及附加等相关税费以及中介费用或拍卖费用等。为剔除上述因素, 联合资信根据坤元至诚评估提供的《资产评估报告》计算出应缴纳的土地增值税, 同时扣除转让时缴纳的增值税及附加⁷、印花税(征

⁷ 转让时缴纳的增值税及附加=转让价款/(1+9%)×9%×(1+12%)。

收比率为 0.05%)，拍卖费用⁸等计算出物业资产处置净现金流。考虑到物业资产成本无法拆分出入池部分成本，土地增值税按核定征收（假设核定征收比率为 6.00%）。物业资产的市场价值可能受到当时不动产市场景气程度及实际经营状况的影响导致价值下跌，从而影响其对优先级证券本金支出的保障程度。根据坤元至诚评估提供的物业资产估值，联合资信测算了在不同下跌比例情形下，抵押物处置净现金流对优先级证券本金覆盖水平，测算结果如下表所示。

图表 23 • 物业资产处置净现金流对优先级证券的覆盖倍数（单位：万元、倍）

下跌比例	处置净现金流	优先级证券本金覆盖倍数
0.00%	124664.00	1.21
10.00%	112174.80	1.09
17.34%	103007.73	1.00

注：抵押物处置时实际发生的税费和费用可能与测算设定的税费和费用有差异，最终处置税费的缴纳情况应以实际处置为准
 资料来源：联合资信整理

经测算，若未来物业资产的处置价格较评估价值时点的价值下跌超过 17.34%，扣除土地增值税、增值税及拍卖费等相关税费后的处置净现金流或将无法覆盖本专项计划优先级证券本金。

综上所述，测试结果表明，抵质押担保措施对优先级证券预期支出的保障程度弱。

五、量化模型外的因素

1 法律要素分析

山东众成清泰律师事务所为本专项计划出具了法律意见书。各参与主体均具备相应主体资格并已取得内部授权。

根据法律意见，专项计划的管理人、托管人、原始权益人、差额支付承诺人、流动性支持承诺人、增信机构、资产服务机构、监管人等具备相应资格。基础资产真实、合法、有效，权利归属明确、完整且可特定化，不存在权利负担，基础资产不存在《负面清单指引》中负面清单所列举的情形，不存在通过发行资产支持证券新增地方政府隐性债务的情形。原始权益人、借款人、共同还款人签署《债权转让与确认协议》，各方就标的债权作为基础资产买卖事宜达成意思一致，对双方均具有法律约束力。《债权转让与确认协议》一经签署并满足全部生效条件即发生法律效力，根据该协议进行的基础资产的转让不违反法律行政法规的强制性规定，合法有效。基础资产与原始权益人、管理人、托管人的固有资产相区别，实现了相应的风险隔离。专项计划信用增级安排符合《民法典》以及《业务管理规定》等相关法律、法规和规范性文件的规定，合法、有效。

2 交易结构风险

本交易主要面临资金混同和挪用风险、流动性风险、回售风险以及持续运营风险。各项风险在本交易中或得到缓释处理或已有充分考量。

(1) 资金混同、挪用风险

本专项计划实际还款来源主要为借款人和共同还款人基于物业资产的运营净收入。若借款人信用状况恶化，丧失清偿能力甚至破产，质押财产现金流可能与借款人的其他资金混同或挪用，从而给专项计划财产造成损失。

根据交易安排，借款人和共同还款人按季度将上一个收款期间内收取的物业租金净额归集至监管账户，并按季度划付至专项计划账户，划付频率尚可。考虑到借款人和共同还款人股东背景强，本专项计划资金混同、挪用风险可控。

(2) 流动性风险

在本次交易中，流动性风险主要来自于物业资产运营净收入可能不足以支付本专项计划所需支付的各项税费及优先级证券预期收益和当期本金，从而产生流动性风险。

⁸ 对于拍卖手续费，目前《拍卖法》中的约定为“第五十六条委托人、买受人可以与拍卖人约定佣金的比例”，“第五十七条拍卖本法第九条规定的物品成交的，拍卖人可以向买受人收取不超过拍卖成交价百分之五的佣金。收取佣金的比例按照同拍卖成交价成反比的原则确定”；根据《最高人民法院关于人民法院民事执行中拍卖、变卖财产的规定》约定“拍卖成交的，拍卖机构可以按照下列比例向买受人收取佣金：拍卖成交价 200 万元以下的，收取佣金的比例不得超过 5%；超过 200 万元至 1000 万元的部分，不得超过 3%；超过 1000 万元至 5000 万元的部分，不得超过 2%；超过 5000 万元至 1 亿元的部分，不得超过 1%；超过 1 亿元的部分，不得超过 0.5%。”根据《拍卖法》“收取佣金的比例按照同拍卖成交价成反比的原则确定”的约定，联合资信采用《拍卖法》情景计算。实际处置时相关税费可能与上述情形有所差异。

经测算，在优先级证券预期收益率为 2.50% 且考虑留存的基础情景下，物业资产预测可分配净现金流对优先级证券利息支出的覆盖倍数最低为 1.14 倍，对除最后一期外优先级证券本息支出的覆盖倍数最低为 1.04 倍，但无法覆盖最后一期优先级证券本息支出。在优先级证券预期收益率为 2.80% 且不考虑资金留存的情况下，当物业资产预测运营净收入进一步下降幅度超过 1.39% 时，调整后的物业资产预测可分配净现金流将无法足额覆盖优先级证券利息支出。根据交易安排，差额支付承诺人承担不可撤销及无条件的差额支付义务。整体看，本专项计划面临的流动性风险很低。

（3）回售风险

本专项计划设有回售机制，若出现优先级证券持有人集中退出的情况，可能造成基础资产当期产生的现金流入不足以支付赎回价款，从而导致参与回售的优先级证券可能无法正常退出。

根据交易安排，差额支付承诺人不可撤销及无条件的承担回售日/赎回日应当支付的回售与赎回价款的差额部分的差额支付义务。该措施有效缓解了本专项计划面临的回售风险。

（4）持续运营风险

根据借款人和共同还款人提供的财务数据，2024 年，济南城建投资实现营业收入 43.66 亿元，同比增长 23.24%，利润总额 10.13 亿元，同比下降 30.52%；山东泉逸新实现营业收入 6945.19 万元，同比增加 5579.22 万元；实现利润总额 0.02 万元，同比减少 139.77 万元。未来标的物业运营收入将作为本专项计划质押物用于偿付本专项计划标的债权本息，山东泉逸新或将面临一定的持续运营风险。但考虑到济南城投为借款人、共同还款人物业运营和管理支出及费用提供流动性支持，上述两家主体的持续运营风险较小。

3 参与机构履职能力分析

（1）原始权益人/济南城投

原始权益人济南城投分析详见附件 1-1。

（2）资产服务机构

资产服务机构济南城建投资和山东泉逸新分析详见“二、基础资产分析 2.借款人和共同还款人分析”。

（3）管理人/国泰海通资管

国泰海通资管成立于 2010 年 8 月 27 日，为国泰海通证券股份有限公司的全资子公司，截至 2024 年底，国泰海通资管注册资本和实收资本均为 20.00 亿元。

截至 2024 年底，国泰海通资管总资产为 77.34 亿元，负债合计为 14.23 亿元，净资产为 63.12 亿元；2024 年，国泰海通资管实现营业收入 17.09 亿元，净利润 3.37 亿元。截至 2024 年底，国泰海通资管管理资产规模 5884.30 亿元，较上年底增长 6.52%。

风险控制方面，国泰海通资管风险管理委员会全权负责资产证券化业务的风险管理事宜，对开展资产支持证券风险监测、排查、分类、预警中的重要事项以及采取的风险化解、处置措施等做出判断和决策。风险管理部职责具体如下：负责全面评估资产证券化业务的风险，对所有资产证券化项目进行风险评估，进行风险监测和评估，开展风险排查、进行风险提示等；履行对资产证券化业务信用、流动性、操作等风险的控制职责；对于公司包销的产品，需参与包销决策过程，发表独立意见；牵头业务部门制定存续期项目风险排查方案，每年对存续期项目开展全面风险排查，并完成排查工作报告。法律合规监察部门履行对资产证券化业务合规风险的控制职责。专职合规管理人员对资产证券化项目的合规风险进行主动识别、报告和控制。

总体看，管理人国泰海通资管具备一定的资产管理经验并建立了风险管理体系，本专项计划因其丧失履职能力而发生违约的概率很低。

（4）监管银行/托管人

本专项计划监管银行/托管人为交通银行股份有限公司山东省分行。交通银行股份有限公司（以下简称“交通银行”）始建于 1908 年，1987 年重组后成为中国第一家全国性国有股份制商业银行，2005 年在香港联合交易所上市（股票代码：03328.HK），2007 年在上海证券交易所上市（股票代码：601328.SH）。截至 2025 年 6 月底，交通银行股本为 883.64 亿元，中华人民共和国财政部为第一大股东，持股比例 29.86%。

截至 2024 年底，交通银行资产总额为 14.90 万亿元，负债总额为 13.75 万亿元，股东权益合计为 1.16 万亿元。2024 年，交通银行实现营业收入 2598.26 亿元，实现利润总额 1034.75 亿元。

截至 2025 年 9 月底，交通银行资产总额为 15.50 万亿元；负债总额为 14.21 万亿元，股东权益合计为 1.28 万亿元。2025 年 1

—9月，交通银行实现营业收入 1996.45 亿元，实现利润总额 752.17 亿元。截至 2025 年 9 月底，交通银行不良贷款率 1.26%，拨备覆盖率 209.97%，资本充足率 16.13%。

托管业务方面，截至 2025 年 6 月底，交通银行资产托管规模 16.84 万亿元。

风险管理方面，交通银行董事会承担风险管理最终责任和最高决策职能，并通过下设的风险管理与关联交易控制委员会掌握全行风险状况。交通银行高管层设立全面风险管理与内部控制委员会，以及贷款评审、风险资产审查两类业务审查委员会，业务审查委员会接受全面风险管理与内部控制委员会的工作指导，定期向其报告工作。各省直分行、境外行、子公司参照上述框架，相应设立全面风险管理与内部控制委员会，作为研究防控本单位系统性区域性风险、决策风险管理重大事项的主要载体。

总体看，交通银行托管经验丰富，且具备一定的风控体系，本专项计划因托管人尽职能力或意愿而引发风险的可能性很小。

综上所述，各项风险在本专项计划中或得到缓释处理或已有充分考量，各参与机构亦能较好地履行其相应的职能，联合资信认为无需调整量化测试结果。

六、外部增信

济南城投主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，其对优先级证券本息的偿付提供无条件不可撤销的差额支付承诺，为专项计划提供回售与赎回承诺，为借款人和共同还款人运营税费、物业运营和管理支出及费用提供流动性支持，增信能力极强（济南城投信用分析详见附件 1-1）。

济南城投是济南市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，承担较多重点工程、土地熟化和安置房的建设任务，且在供水服务领域保持明显的区域专营优势。济南市经济稳定增长，新旧动能转换提档加速，GDP 和一般公共预算收入排名全省前列，济南城投外部发展环境良好。经营方面，济南城投营业总收入主要来自土地开发整理业务、供水及供水工程业务和房地产开发与经营业务，土地整理及配套市政重点项目建设业务投资规模较大，未来可出让土地面积较大，业务持续性良好，但回款受对应地块出让进展及政府规划影响较大；供水业务公益性较强，盈利能力弱；济南城投部分已完工房地产项目销售进度较慢，在建及拟建房地产项目资金支出压力较大，未来项目销售及去化情况有待关注。财务方面，济南城投资产规模持续增长，以土地开发整理及配套市政项目和房地产项目建设投入为主，土地整理地块主要位于济南国际医学科学中心等济南市重点发展区域，整体资产质量较好；有息债务规模持续增长，债务结构有待优化，整体债务负担较重；济南城投利润总额同比大幅下滑，盈利能力指标表现减弱；偿债指标表现弱，间接融资渠道畅通。综合评估，济南城投信用风险极低。

未来，济南城投仍在济南市基础设施建设领域承担较多重点任务，有望持续获得政府支持；同时，随着济南市经济持续发展，济南城投土地开发整理、供水及供水工程和房地产开发与经营等多元化业务稳步推进，有助于增强济南城投的抗风险能力。综合评估，济南城投整体信用状况有望保持稳定。

优势

(1) 外部发展环境良好。济南市是山东省省会、副省级市，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，以高端会展、跨境电商、科技服务等现代服务业为支撑的现代产业体系，2024 年 GDP 和一般公共预算收入分别为 13527.6 亿元和 1083.05 亿元，在山东省均排名第 2，济南城投外部发展环境良好。

(2) 持续获得有力的外部支持。济南城投作为济南市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，承担较多重点工程、土地熟化和安置房的建设任务，且供水业务具有明显的区域专营优势，在债务豁免、资本金及项目建设资金拨付、股权划拨和政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。2024 年，济南城投收到济南市财政拨付的项目资本金及建设资金共计约 4.15 亿元，收到各项财政补贴 7.35 亿元。

(3) 济南城投土地整理业务持续性良好。截至 2025 年 9 月底，济南城投在整理及已整理完成的土地面积近 10 万亩，未来可出让面积较大，业务持续性良好。

关注

(1) 济南城投整体债务负担较重，短期偿付压力大。截至 2025 年 9 月底，济南城投全部债务和全部债务资本化比率分别为 1497.98 亿元和 70.45%，考虑其他权益工具后，济南城投债务负担高于上述指标表现，债务负担较重；济南城投现金短期债务比为 0.14 倍，短期偿付压力大。

(2) 房地产开发项目投入规模较大，需对项目销售及去化情况保持关注。济南城投已完工的部分房地产开发项目销售进度较慢，在建及拟建房地产开发项目规模较大，未来房地产开发项目销售及去化情况有待关注。

(3) 资金支出压力较大。济南城投土地开发整理、市政项目建设、供水项目及房地产项目等投资规模大，截至 2025 年 9 月底后续待投资规模约 400 亿元，未来存在较大的资金支出压力。

七、评级结论

联合资信通过对本专项计划所涉及的基础资产及其项下物业资产、交易结构、量化模型测试、量化模型外的因素以及外部增信等因素进行了综合考量，确定本专项计划项下优先级证券的信用等级为 AAA_{sf}，次级证券未予以评级。

上述优先级证券的评级结果反映了该类资产支持证券利息获得及时支付和本金于法定到期日或之前获得足额偿付的能力极强，违约概率极低。

附件 1-1 济南城市投资集团有限公司主体信用分析

一、主体概况

济南城市投资集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 2017 年 6 月，系根据《济南市市级投融资平台整合调整方案》（济政发〔2017〕8 号）和《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，以下简称“31 号文件”），由济南城市建设投资集团有限公司（以下简称“济南城建投”）、济南旧城开发投资集团有限公司（以下简称“旧城集团”）、济南能源建设发展集团有限公司、济南水务集团有限公司（以下简称“水务集团”）、济南热电有限公司、济南热力集团有限公司、山东济华燃气有限公司、济南港华燃气有限公司等 25 家单位整合组建成立，初始注册资本 235.00 亿元，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”）为公司唯一股东及实际控制人。2020 年 12 月，根据《山东省人民政府关于印发山东省划转部分国有资本充实社保基金实施方案的通知》（鲁政字〔2020〕230 号）的有关规定，济南市国资委将公司的 23.50 亿元国家资本划转至山东省财欣资产运营有限公司（以下简称“财欣公司”），划转后济南市国资委持有公司 90.00% 的股份，财欣公司持有公司 10.00% 的股份。截至 2025 年 9 月底，公司注册资本及实收资本均为 235.00 亿元，济南市国资委持股 90.00%，财欣公司持股 10.00%，公司实际控制人为济南市国资委。

公司作为济南市重要的基础设施投资建设和国有资产经营主体，业务范围涉及土地开发整理、重点市政项目投资建设、房地产开发与经营及水务等。截至 2025 年 9 月底，公司合并范围内一级子公司合计 21 家；公司本部设资本运营部、企业管理部、水务发展部、工程管理部、资产管理运营部及财务部等职能部门。

截至 2024 年底，公司资产总额 2546.73 亿元，所有者权益 675.78 亿元（含少数股东权益 0.85 亿元）；2024 年，公司实现营业总收入 143.36 亿元，利润总额 23.87 亿元。截至 2025 年 9 月底，公司资产总额 2647.52 亿元，所有者权益 628.17 亿元（含少数股东权益 0.85 亿元）；2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 86.46 亿元，利润总额 11.88 亿元。

公司注册地址：山东省济南市历下区姚家街道坤顺路 1357 号；法定代表人：孙明达。

二、宏观经济和政策环境分析

2025 年，宏观政策认真落实中央经济工作会议和政治局会议精神，财政政策加大逆周期调节力度，货币政策适度宽松、灵活高效，政策着力扩大内需，加快筑牢“人工智能+”竞争基石。同时，地方政府隐性债务有序置换，“保交房”任务全面完成，全国统一大市场建设纵深推进，各类“内卷式”竞争得到综合整治。

2025 年是“十四五”规划收官之年，面对国内外经济环境的复杂变化，国民经济在政策主动发力的推动下总体平稳，经济社会发展主要增长目标顺利实现，为“十五五”良好开局奠定坚实基础。随着经济转型进程深入推进，不同领域发展分化持续加剧，全年经济运行在总体平稳的基调下呈现出结构性特征：一方面，出口展现韧性、新经济动能活跃、服务消费增势良好、股票市场走强，共同构成全年发展的主要亮点；另一方面，内需整体偏弱、价格低位运行以及房地产市场持续调整，则构成了经济面临的主要挑战。信用方面，2025 年直接融资规模占比上升，再贷款工具拉动贷款结构优化。居民贷款少增、政府债券融资多增成为直接融资规模占比上升最主要的驱动力，科技金融不断深化也成为日益重要的支撑力量。工业企业利润实现增长，扭转此前连续三年的下滑态势，但持续复苏的基础尚待夯实。商业银行资产质量在结构性压力演进中保持稳定，信用利差整体震荡。

展望 2026 年，根据中央经济工作会议部署，继续实施更加积极有为的宏观政策。财政政策将保持必要支出强度并提高精准性，货币政策将把促进经济稳定增长和物价合理回升作为重要考量。扩大内需被置于重要位置，预计将有一批更具针对性的增量政策出台，以强化内需的主导作用。尽管提振消费政策力度持续加大，但居民收入和信心修复仍需时间，短期内“供强需弱”格局或将延续。但经济结构转型的积极变化同样不容忽视，新旧动能正在加速转换，高技术制造、现代服务业等贡献率提升，叠加“十五五”规划现代化产业体系建设目标，为经济注入了更强的内生韧性，为中长期发展提供了坚实支撑。

完整版宏观经济与政策环境分析详见《[宏观经济信用观察年报（2025 年 12 月）](#)》。

三、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

要主体，为地方经济发展和城镇化进程做出了重要贡献，但也带来了地方政府债务风险等问题。城投企业监管政策随宏观经济周期变化存在阶段性的收紧与放松。2024 年以来，一揽子化债方案不断丰富细化，政策实施更加深入，同时强调严肃化债纪律，地方政府化债取得阶段性成果，城投企业新增融资持续呈收紧态势，债务增速持续放缓、城投债融资转为净流出，地方政府及城投企业流动性风险得以缓释；随着增量化债措施出台，化债工作思路转变为化债与发展并重，政策驱动地方政府及城投企业加快转型发展。

2025 年坚持在发展中化债、在化债中发展，我国将实施更加积极的财政政策，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；同时考虑到一揽子化债政策持续实施、化债进程加快有助于进一步缓释地方政府及城投企业债务风险，城投行业整体信用风险较低，评级展望为稳定。但需要关注城投企业经营性债务本息偿付压力以及部分化债压力较大区域非标负面舆情的持续暴露；城投企业退平台和转型发展提速背景下，其与地方政府关联关系将重塑调整，需审慎评估退平台后城投企业的偿债风险及区域平台整合压降过程中企业地位的弱化。完整版城市基础设施建设行业分析详见[《2025 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，以高端会展、跨境电商、科技服务等现代服务业为支撑的现代产业体系；2022—2024 年，济南市经济稳步增长，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。公司外部发展环境良好。

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。截至 2024 年底，济南市总面积 10244.45 平方千米，下辖 10 区 2 县；常住人口 951.5 万人，比上年增长 0.8%；常住人口城镇化率为 76.2%，比上年提高 1.0 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，更是山东旅游“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 2024 年底，济南市拥有 A 级旅游景区 95 家，其中 5A 级旅游景区 1 家，4A 级旅游景区 20 家，省级旅游度假区 2 家。

根据济南市国民经济和社会发展统计公报，2022—2024 年，济南市经济稳步增长；2024 年，济南市 GDP、GDP 增速及人均 GDP 较 2022 年均有所增长；产业结构呈现“三二一”发展格局；固定资产投资增速有所放缓，其中基础设施建设投资增速下降明显，但高技术服务业投资维持增长。工业方面，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，全年规模以上工业增加值比上年增长 6.5%，其中，规模以上制造业实现增加值增长 6.7%，拉动规模以上工业增长 5.6 个百分点。重点行业中，计算机通信和其他电子设备制造业增加值增长 43.3%，汽车制造业增长 19.5%，合计拉动规模以上工业增长 5.2 个百分点；医药制造业下降 0.7%，石油煤炭及其他燃料加工业下降 1.1%，通用设备制造业下降 2.3%，黑色金属冶炼和压延加工业下降 5.9%。装备制造业增势明显，实现增加值增长 12.7%，拉动规模以上工业增长 5.5 个百分点；高技术制造业快速增长，实现增加值增长 14.4%，拉动规模以上工业增长 2.7 个百分点。

图表 1 • 济南市主要经济指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
地区生产总值（亿元）	12027.50	13005.80	13527.6
GDP 增速（%）	3.1	6.1	5.4
固定资产投资增速（%）	3.8	2.1	0.4
其中：基础设施建设投资增速（%）	17.0	49.1	0.6
高技术服务业投资增速（%）	/	23.5	9.3
房地产开发投资（%）	-5.0	-19.7	4.2
三产结构	3.5:34.8:61.7	3.4:33.8:62.8	3.3:33.4:63.3
人均 GDP（万元）	12.77	13.52	14.22

注：GDP 增速按不变价格计算
资料来源：联合资信根据公开资料整理

根据济南市财政预算执行情况，2022—2024 年，济南市一般公共预算收入持续增长，税收收入波动增长，占比波动上升，收入质量较高。同期，济南市一般公共预算支出持续增长，财政自给能力较强。2022—2024 年，济南市政府性基金收入波动增长。截至 2024 年底，济南市政府债务余额 3770.56 亿元，其中专项债务余额 3500.00 亿元，一般债务余额 270.55 亿元。

图表 2·济南市主要财政指标

项目	2022 年	2023 年	2024 年
一般公共预算收入（亿元）	1001.14	1060.82	1083.05
一般公共预算收入增速（%）	8.1	6.0	2.1
税收收入（亿元）	690.31	797.93	784.18
税收收入占一般公共预算收入比重（%）	69.02	75.22	72.40
一般公共预算支出（亿元）	1225.57	1365.29	1397.12
财政自给率（%）	81.69	77.70	77.52
政府性基金收入（亿元）	555.85	520.76	592.00
地方政府债务余额（亿元）	2661.09	3180.43	3770.56

资料来源：联合资信根据公开资料整理

2025 年 1—8 月，济南市全市规模以上工业实现增加值同比增长 8.1%。六大重点行业增加值合计增长 13.0%，高于规上工业 4.9 个百分点，拉动规上工业增长 6.4 个百分点。其中，计算机、通信和其他电子设备制造业，汽车制造业增加值分别增长 63.3%、27.6%，实现快速增长。

根据《济南市国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》，十四五期间，济南市将构建“东强西兴南美北起中优”城市发展新格局。东部以国家级开发区为载体支撑，重点建设提升 CBD 奥体片区、齐鲁科创大走廊、中科院济南科创城和山东大学龙山校区等重点项目。西部在发挥交通枢纽和高校园区优势的同时，加速建设活力康养之城，加快建设国际医学科学中心、西部科教产业城，提升西客站片区综合配套功能，打造西部文旅健康产业融合发展区。南部持续建设绿色生态之城，强化生态保护，发展绿色经济。中部聚焦二环以内老城区，精心建设魅力品质之城。北部作为未来发展的战略空间、城市核心功能的重要承载地，集中优势资源，推动黄河北地区加快崛起，将高水平建设新旧动能转换起步区，强化基础设施和公共服务设施建设，促进中心城区功能和人口向黄河北新城区疏解。

四、基础素质分析

1 企业规模和竞争力

公司作为济南市属重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，承担较多重点工程、土地熟化和安置房的建设任务，且在供水服务领域具有明显的区域专营优势。

公司是济南市重要的基础设施建设和国有资产经营主体，近年来先后完成顺河高架、北园大街高架等数十条城市主干道建设；完成泉城广场、奥体文博片区建设、雪山市政和中央商务区市政、国家健康医疗大数据北方中心数据中心项目和济南医学科学中心教育配套建设项目（幼儿园、小学、初中）等重点工程；策划和实施项目范围超过 100 平方公里，土地熟化面积近 10 万亩，建筑面积超千万平方米，累计改造完成片区 30 余个、400 余万平方米安置房。同时，公司负责济南市全市区范围的供水业务，近年来供水范围不断扩大，截至 2025 年 9 月底，公司供水范围东至巨野河，西至长清区，南至南部山区，北至起步区，服务面积约 2100 平方公里（含起步区 733 平方公里和临空区 148 平方公里），区域辐射范围较广，具有明显的区域专营优势。

2017 年，根据《济南市人民政府关于印发整合调整市级投融资平台推进市属经营性国有资产统一监管实施方案的通知》（济政字〔2017〕31 号），济南市人民政府对济南市国有企业进行整合，组建六大市级国有企业；除公司外，还有济南城市建设集团有限公司（以下简称“济南城建”）、济南产业发展投资集团有限公司、济南轨道交通集团有限公司（以下简称“济南轨交”）、济南金融控股集团有限公司和济南文旅发展集团有限公司。此外，2020 年济南市人民政府又组建了济南能源集团有限公司、济南城市发展集团有限公司（以下简称“济南城发”）、济南融资担保集团有限公司和济南市财政投资控股集团股份有限公司。从职能定位看，公司与济南城建在城市基础设施建设业务方面存在部分交叉，主要通过政府进行统筹协调，且各自主要负责的业务区域范围具有良好的区分度。济南城发成立时间不长，与公司现有业务不存在交叉。

图表 3 • 济南市主要基础设施建设主体基本情况（单位：亿元）

公司名称	控股股东	业务内容	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额	资产负债率
济南城建	济南市国资委	主要负责西部新城区、滨河新区、小清河片区以及新旧动能转换起步区的土地整理和工程建设工作	3905.61	1055.67	390.82	12.04	72.97%
济南轨交	济南市国资委	主要负责轨道交通规划建设，围绕轨道经济和后续项目融资需求，负责相关融资工作	2792.72	805.28	104.01	5.13	71.17%
公司	济南市国资委	主要负责雪山片区、济钢片区、国际医学科学中心片区和马山片区等片区的土地开发整理及棚改旧改安置房建设等项目	2546.73	675.78	143.36	23.87	73.47%
济南城发	济南市国资委	主要从事城市更新、租赁住房、配售型保障性住房等项目的投资、建设与运营	/	/	/	/	/

注：上述公司按资产总额降序排列；上述财务数据节点为 2024 年（底）；有关数据公开渠道未获取，用“/”表示
 资料来源：联合资信根据公开资料整理

2 信用记录

近年来，公司本部无不良信贷记录，联合资信未发现公司本部及重要子公司本部曾被列入全国失信被执行人名单。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（中征码为 3701020006978427），截至 2026 年 2 月 3 日，公司本部无已结清和未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

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

截至 2026 年 3 月 2 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。

五、管理分析

公司建立了较为完善的法人治理结构，能够满足经营与管理需要。

公司依据有关法律法规制定了《公司章程》。公司设股东会，由全体股东组成。

公司设董事会，董事会由 8 名董事组成，包含 1 名职工代表董事和 5 名外部董事，董事长暂时空缺，按照市委指示精神，董事长空缺期间，委托公司董事、总经理孙明达召集董事会会议，主持日常工作。公司董事每届任期 3 年，任期届满，经委派或者选举可以连任。公司董事长按照企业领导人员管理权限任免。董事会设立战略与投资委员会、薪酬与考核委员会、审计与风险委员会，根据工作需要设立提名委员会和其他专门委员会。

公司不设监事会、监事，由董事会审计与风险委员会、内部审计等机构行使相关职权。

公司设总经理 1 名，总经理对董事会负责。

公司根据自身定位、业务特点及业务需要，在资产管理、预算管理、对外担保管理及子公司管理等方面制定了包括《“三重一大”决策制度实施办法》《全面预算管理办法》《内部审计制度》《招标计划及招标文件审批管理办法》《工程预算与结算管理办法》《融资管理办法》等一系列规章制度，基本覆盖了公司经营和管理的主要环节。

六、经营分析

1 经营概况

公司营业总收入主要来自土地开发整理业务、供水及供水工程业务和房地产开发与经营业务。2024 年，公司营业总收入同比下降 8.30%，其中房地产开发与经营业务收入规模大幅减少，主要系商业地产项目及保障性安居工程当期收入确认规模大幅减少所致。2022—2024 年，公司综合毛利率持续提升，2024 年各板块毛利率均有所上升。2025 年 1—9 月，公司营业总收入相当于 2024 年全年的 60.31%，综合毛利率较 2024 年水平有所下降。

图表 4 • 公司营业总收入构成及毛利率情况

业务板块	2022 年			2023 年			2024 年			2025 年 1-9 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
土地开发整理业务	56.72	50.61	10.83	43.80	28.02	5.30	61.08	42.61	7.20	23.26	26.90	5.42
供水及供水工程业务	26.44	23.59	5.66	30.25	19.35	3.90	34.52	24.08	4.22	25.49	29.48	2.97
房地产开发与经营业务	22.07	19.69	21.63	68.20	43.62	28.44	40.34	28.14	52.42	27.00	31.23	24.80
其他业务	6.85	6.11	26.10	14.09	9.01	13.79	7.41	5.17	38.25	10.71	12.39	23.81
合计	112.07	100.00	12.67	156.34	100.00	15.89	143.36	100.00	20.81	86.46	100.00	13.03

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、财务报表及公司提供资料整理

2 业务经营分析

(1) 土地开发整理业务

公司土地整理业务投资规模及可出让土地面积较大，业务持续性良好，后续投资任务仍较重，且土地出让进度易受政府规划及房地产市场行情影响，未来出让情况存在一定不确定性。

公司受济南市人民政府委托，负责市重点工程投资建设项目规划控制范围内土地的整理工作。公司土地开发整理业务主要由子公司济南城建投、旧城集团、山东新泉城置业有限公司、济南市城建投资建设服务中心有限公司、山东乐耕城市建设开发有限公司和济南长清城市建设开发有限公司（以下简称“长清城建”）等实施。

济南市政府《济南市人民政府关于进一步调整完善市级国有土地出让收支管理政策的通知》（济政办发〔2015〕8号）规定，济南市土地成本核算和审核均由土地熟化主体负责。根据济财办〔2020〕1号文，公司土地整理项目采取成本加成模式，不同地块加成比例差异较大。具体模式为，公司在完成指定区域土地整理后，交由济南市土储中心收储并安排挂牌。济南市政府综合考虑开发地块所处区位及区位历史交易价格等因素，根据公司移交给政府的土地面积，确定土地移交价。根据公司在土地开发整理过程中实际发生的成本，加成一定比例的收益，济南市财政局向公司拨付资金，付款周期通常在1年以内。

公司测算的土地成本主要包括研究、策划、设计等前期费用，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。土地开发整理阶段，公司将相关土地片区熟化费和建设支出计入“在建工程”中，在收到政府支付的资金后，按照完工进度结转相应的土地片区熟化收入和成本。若项目因未进行项目完工审计、决算，暂时不能可靠计量成本，财政支付的款项暂计入“合同负债”。

2024年，公司土地开发整理收入同比增长39.44%至61.08亿元，主要来自CBD片区项目、经十一路项目、雪山片区项目、国际医学科学中心片区项目和济钢片区项目等确认的收入；毛利率上升至7.20%，系当期出让地块核定的加成比例较高所致，不同地块开发整理周期、回款时间及审计决算时间存在一定波动，毛利率存在一定波动。

截至2025年9月底，公司主要已完工土地整理项目合计整理面积4508亩，已投资147.17亿元，累计确认收入194.72亿元，回款168.44亿元。公司主要在建土地开发整理项目合计9.51万亩，主要土地开发整理片区为雪山片区、济钢片区、国际医学科学中心片区、马山片区和文昌片区，预计总投资701.00亿元，已投资475.53亿元，已回款206.05亿元。公司在整理及已整理完成的土地面积近10万亩，未来可出让面积较大，业务持续性良好。公司在整理土地开发项目未来三年计划投资规模超过200亿元，面临较大的投资压力。

图表 5 • 截至 2025 年 9 月底公司主要在建土地开发整理项目情况（单位：亩、亿元）

项目名称	整理面积	计划整理周期	计划总投资	已完成投资	已确认收入	已回款金额	预计未来三年投资金额
雪山片区项目	14681	2010—2025 年	86.50	76.40	105.8	100.59	10.10
济钢片区项目	14269	2017—2027 年	70.00	30.84	8.34	9.67	39.16
国际医学科学中心片区项目	52500	2017—2027 年	220.00	157.03	82.12	82.12	62.97
马山片区项目	6290	2019—2027 年	106.00	55.87	4.3	4.53	50.13

长清文昌片区城市更新项目	7313	2021—2028 年	218.50	155.39	12.48	9.14	63.11
合计	95053	--	701.00	475.53	213.04	206.05	225.47

注：1. 公司根据区域发展规划及土地市场情况等对地块整理面积、预计整理期间、预计总投资额、未来投资计划等作出动态调整；2. 上表所列预计总投资额、已投资额、已回款金额仅涉及各项目土地熟化及配套基础设施建设，不含代收代付的拆迁安置等费用；3. 上表所列预计未来三年回款金额为根据之前回款情况及项目进度情况进行的预测值；4. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

（2）市政重点项目投资建设业务

公司通过财政资金和自筹资金开展市政重点项目投资建设，主要在建项目后续投资规模不大，回款受对应地块出让进展影响较大。

公司市政重点项目投资建设业务主要为受济南市人民政府委托进行的土地开发整理业务的配套市政或其余重点基建项目建设；项目建设资金包括财政资金和公司自筹资金，公司以债务融资方式筹集资金以自有资金、项目运营收益及财政补贴专项资金偿还。会计处理上，项目产生的成本归集至相应土地熟化片区核算，待项目完成竣工验收、政府同意后移交，该部分成本作为土地片区熟化成本的一部分，计入“在建工程”科目。

截至 2025 年 9 月底，公司主要已完工项目实际投资额 29.21 亿元，部分项目待对应地块出让后进行回款；主要在建重点项目计划总投资 71.51 亿元，已投资 61.87 亿元，未来三年预计投资金额 9.64 亿元；公司暂无拟建的市政重点配套基建项目。

图表 6 • 截至 2025 年 9 月底公司主要在建重点工程项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计建设期间	计划总投资	已投资额	未来三年预计投资金额	预计回款期间
雪山三期市政道路	2019—2025 年	10.09	7.19	2.90	2023—2026 年
山东第一医科大学	2018—2025 年	52.34	48.39	3.95	2022—2027 年
黄河时代广场项目	2022—2025 年	3.47	1.79	1.68	2023—2030 年
中川街（济郑高铁东边线-峰山路段）道路建设工程	2023—2025 年	5.61	4.50	1.11	2023—2030 年
合计	--	71.51	61.87	9.64	--

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

（3）供水及供水工程业务

公司供水业务区域垄断优势明显，但公益性较强，盈利能力弱，在建供水项目剩余投资压力不大。2024 年，公司供水业务及供水工程业务收入均保持增长，该板块毛利率小幅提升。

公司供水业务主要由水务集团、济南市清源水务集团有限公司（以下简称“清源水务”）和济南市水利工程有限公司（以下简称“水利工程公司”）运营。其中水务集团负责自来水供应服务，清源水务负责原水供应和水库的管理，水利工程公司主要负责水利设施的建设。

公司负责济南市全市区范围的供水业务，区域垄断优势明显。截至 2025 年 9 月底，公司供水范围东至巨野河，西至长清区，南至南部山区，北至起步区，服务面积约 2100 平方公里（含起步区 733 平方公里和临空区 148 平方公里），区域辐射范围广，基本形成了全市供水“一张网”的发展格局。2024 年，公司供水及供水工程业务收入同比增长 14.13% 至 34.52 亿元，收入结构变动不大，仍以供水水费和供水配套工程收入为主；毛利率小幅提升至 4.22%。

图表 7 • 公司供水及供水工程业务收入构成情况表（单位：万元）

项目	2024 年度	2025 年 1—9 月
水务集团	328906.77	255157.73
其中：供水水费	114518.91	91539.37
供水配套工程	209291.44	160122.17
其他	5096.42	3496.19
清源水务	25356.72	18368.52
其中：供水水费	20625.33	14936.38
其他	4731.39	3432.14
合计	354263.49	273526.25

注：1. 上表收入情况系按照供水主体分别统计、进而加总，存在公司合并财务报表范围内子公司之间的关联交易，故与公司合并口径主营业务收入构成表数值有所差异；2. 尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

截至 2025 年 9 月底，水务集团下辖制水水厂 26 座，其中，正常运行 17 座，设计供水能力 191.10 万立方米/日，实际供水能力 154.80 万立方米/日；备用水厂 3 座，设计供水能力 18.50 万立方米/日，实际均未供水，应急供水能力 18.50 万立方米/日；停运（含调试、待运行）水厂 6 座，设计供水能力 38.50 万立方米/日。供水管线总长度约 10406 千米，服务人口约 585 万人；用户结构基本保持稳定且较为均衡。

图表 8 • 公司供水运行情况表

项目	2024 年度/末	2025 年 1—9 月/月末
供水总量（亿吨）	4.39	3.87
售水总量（亿吨）	3.54	3.46
其中：居民	1.89	1.95
非居民（含特殊用水）	1.65	1.51
服务人口（万人）	580	585
供水户数（万户）	191.26	195.29
其中：家庭（万户）	184.20	187.52
企业（万户）	7.05	7.76
其他（万户）	0.01	0.01

资料来源：公司提供

原水采购方面，因济南市地表水资源有限，公司主要向山东黄河水务局供水局（以下简称“黄河水务局”）采购原水。公司供水业务涉及民生，公益属性较强，常年处于微利或亏损状态，2024 年毛利率为负；受政府部门调度影响，实际业务操作中，公司与黄河水务局等结算、付款存在一定时滞。

从结算方式看，用户根据实际用水量定期向公司缴纳水费。销售价格方面，供水属于公用事业，实行政府指导价格。济南市现行居民生活用水价格自 2015 年 5 月 1 日开始实施，非居民生活用水和特种用水价格自 2017 年 8 月 1 日起由原来的每立方米 5.95 元和 16.20 元调增至每立方米 6.05 元和 16.30 元。

图表 9 • 济南市城市供水价格表（单位：立方米、元/立方米）

供水类型	阶梯分类	户年用水量	到户水价	其中		
				基本水费	水资源费	污水处理费
居民生活用水	第一阶梯	0~144（含）	4.20	2.80	0.40	1.00
	第二阶梯	144~288（含）	5.60	4.20		
	第三阶梯	288 以上	9.80	8.40		
执行居民用水价格的非居民用户	--	--	4.35	2.95		
非居民用水	--	--	6.05	4.25	0.40	1.40
特种用水	--	--	16.30	14.50		

资料来源：公司提供

截至 2025 年 9 月底，公司供水业务主要在建项目包括济南市东部水源四库连通工程、济南居民二次供水改造工程、济南市再生水利用工程和济南市污泥处置中心项目等，预计总投资 55.25 亿元，已投资 45.24 亿元，剩余待投资规模不大。

图表 10 • 截至 2025 年 9 月底公司主要在建的供水项目情况（单位：亿元）

序号	项目名称	预计总投资金额	预计建设期间	已投资金额	2025 年 10~12 月拟投资额	2026 年拟投资额	2027 年拟投资额
1	济南市鹊山水库除险加固工程	1.99	2022—2024 年	1.99	--	--	--
2	济南市玉清湖水库除险加固工程	3.41	2023—2025 年	3.55	0.31	--	--
3	济南市东部水源四库连通工程	11.99	2021—2025 年	11.99	--	--	--
4	2022 年济南市再生水利用工程	2.40	2023—2025 年	2.35	0.05	--	--
5	济南居民二次供水改造工程	11.57	2016—2026 年	11.42	--	0.15	--
6	高新区临空水厂工程	4.61	2022—2026 年	3.80	--	0.81	--
7	2023-2025 年济南市再生水利用工程	9.76	2024—2025 年	5.32	0.88	--	--

8	济南市污泥处置中心项目	9.52	2024—2025 年	4.82	0.35	--	--
	合计	55.25	--	45.24	1.59	0.96	--

注：1. 济南市鹤山水库除险加固工程、济南市东部水源四库连通工程基本完工，正在进行竣工验收，未来无投资计划，暂列为在建项目；2. 上述已投资金额为工程口径数据，包括保证金、税费等
 资料来源：公司提供

此外，公司还从事与供水业务配套的市政管网供水工程业务，包含供水设施新建、扩建及技改，室内管道及户表工程，室外管道工程，“一户一表改造业务”等。公司供水工程业务主要由水务集团及其下属子公司济南普利供水工程有限公司（以下简称“普利供水工程”）和济南普利市政管网工程有限责任公司（以下简称“普利市政管网工程”）负责，基本覆盖济南市范围内供水工程项目，主要施工项目均位于济南市。济南市内房地产开发企业如有地块供水需求，则会委托水务集团建设，水务集团根据具体情况与其签署委托建设合同。回款方面，根据项目预算情况，房地产开发企业需先行支付工程费用，具体支付方式根据合同签订条款确定，或一次性或分次完成相关费用缴付。施工方面，主要由水务集团下属子公司普利供水工程和普利市政管网工程负责建设，部分项目以公开招标的方式选取外部施工单位，根据完工进度支付工程款。工程竣工后，水务集团按照既定的标准对工程进行验收，从而与施工方结算工程款。2024 年，公司实现配套工程相关业务收入 22.12 亿元，同比增长 17.14%，毛利率为 15.28%。

（4）房地产开发与经营业务

公司部分已完工房地产项目销售进度较慢，在建及拟建房地产项目未来待投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。此外，公司用于房地产开发的储备用地规模较大，商品房及商业项目的销售易受房地产市场行情的影响，未来项目销售及去化情况有待关注。

公司房地产开发业务主要包括安置房、保障房、商品房和商业项目建设，项目均位于济南市内。其中，安置房建设主要为配合土地开发整理业务而进行的拆迁安置，直接对符合条件的购房者销售，公司与政府之间不存在安置房回购安排。公司房地产开发业务经营主体主要为济南城建投（房地产开发二级资质）、旧城集团（房地产开发二级资质）、济南城投置业有限公司（房地产开发贰级资质）及济南泉城城市更新投资有限公司（房地产开发贰级资质）等。

公司房地产开发业务收入来自于安置房的房屋差价款（前期确定的拆迁安置补偿费用与实物安置房销售价格之差价）、安置房剩余房屋市场化销售收入、商品房销售收入和商业商务办公项目出售收入，其中部分安置房的土地拆迁成本在土地开发整理业务中核算。2024 年，公司房地产开发与经营业务收入主要来自于住宅地产收入，当期西蒋峪、西江华府、东城逸家、二药北、逸山府等住宅地产项目结转收入规模较大，毛利率较高，主要系项目建设时间较早，土地及建设成本较低所致，带动该板块毛利率大幅提升；商业地产业务和保障性安居工程业务 2024 年收入规模同比大幅减少。

图表 11 • 公司房地产开发与经营业务收入构成表（单位：万元）

项目类别	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
住宅地产	289172.36	315979.38	168275.71
商业地产	146884.87	39413.90	88925.59
保障性安居工程	245909.30	48022.65	12784.94
合计	681966.53	403415.93	269986.24

注：尾差系四舍五入所致
 资料来源：公司提供

截至 2025 年 9 月底，公司主要已完工房地产项目已投资金额为 385.96 亿元，已销售金额为 295.42 亿元。其中，东城逸家项目和西江华府（B、C、D 地块）等项目销售进度较慢，存在去化压力；CBD4-14 地块剩余未销售部分转为公司自持物业；经十一路项目（A3、A4、C3、D1）、北大槐树安置房等保障性安居项目已销售金额为前期确定的拆迁安置补偿费用与实物安置房销售价格的差价，实际剩余未销售套数较少。

图表 12 • 截至 2025 年 9 月底公司主要已完工房地产项目（单位：亿元）

项目名称	项目类别	项目工期	实际总投资	已销售金额	销售进度
东城逸家项目	住宅地产	2015—2017 年	122.08	105.64	65.45%
鼎秀家园项目	住宅地产	2017—2019 年	28.76	33.40	96.97%
西江华府（B、C、D 地块）	住宅地产	2014—2020 年	79.09	71.17	68.17%
CBD4-14 地块	商务办公及公寓	2019—2023 年	15.79	1.74	100.00%
经十一路项目（A3、A4、C3、D1）	保障性安居工程	2017—2019 年	41.54	7.78	剩余少量未完成安置

项目名称	项目类别	项目工期	实际总投资	已销售金额	销售进度
北大槐树安置房	保障性安居工程	2014—2017年	18.89	5.61	剩余少量未完成安置
济南国际医学中心安置三区安置房项目一期	保障性安居工程	2018—2023年	12.14	0.31	剩余少量未完成安置
济南中央商务区二钢片区安置房建设项目	保障性安居工程	2017—2020年	67.67	69.77	剩余拟分批进入安置或销售
合计	--	--	385.96	295.42	--

注：1. CBD4-14 地块主要建设内容为商务办公、商业及公寓，其中商务办公楼（城投大厦）拟作为公司办公场所，暂无出售计划；计划出售的公寓、商业已全部完成销售；2. 保障性安居工程除济南中央商务区二钢片区安置房建设项目外，均按照差价确认收入
 资料来源：公司提供

截至 2025 年 9 月底，公司主要在建房地产项目预计总投资 305.14 亿元，已完成投资 174.86 亿元；拟建项目尚需投资规模约 36 亿元，公司未来存在较大的资金支出压力。截至 2025 年 9 月底，公司存货中以土地使用权及在建尚未完工的房地产项目为主的开发成本账面价值 331.97 亿元，以尚未对外销售的安置房、商品房、商业等房地产项目为主的开发产品账面价值 176.93 亿元，房地产项目后续销售去化情况有待关注。

图表 13 • 截至 2025 年 9 月底公司主要在建房地产项目（单位：亿元）

序号	项目名称	项目类别	项目工期	预计总投资	已投资	未来计划投资		
						2025 年 10—12 月	2026 年	2027 年
1	奥体东 12 号地块项目	商务办公及公寓	2020—2026 年	50.27	28.03	0.36	--	--
2	奥体东 16 号地块项目	商务办公及商业	2020—2026 年	33.13	18.21	--	5.00	--
3	奥体东 13 及 17-2 号地块项目	商务办公	2020—2025 年	13.48	9.12	0.10	--	--
4	雪山 B8 地块项目	商务办公	2022—2026 年	11.00	6.77	0.60	0.62	--
5	商埠区改造更新项目一期济南宾馆地块	保障性安居工程	2023—2025 年	12.70	7.65	0.80	--	--
6	角楼庄 A 地块项目	商业	2025—2026 年	7.26	2.92	1.92	2.20	--
7	济南国际医学中心安置五区安置房项目	保障性安居工程	2023—2027 年	114.60	70.30	--	5.84	5.00
8	济钢片区理想之城 B32 地块	住宅	2024—2027 年	12.62	4.97	0.28	1.44	1.44
9	济钢片区理想之城 B37 地块	住宅	2024—2027 年	14.25	7.58	0.75	0.80	0.59
10	济钢片区理想之城 B29 地块	住宅	2023—2027 年	9.05	5.54	0.48	0.64	0.48
11	济钢片区理想之城 B-30-1、B-30-2 地块	住宅	2024—2027 年	12.11	6.98	0.53	0.73	0.55
12	济钢片区理想之城 B-31 地块	住宅	2024—2027 年	14.67	6.79	0.82	0.81	0.81
合计				305.14	174.86	6.64	18.08	8.87

注：上述项目预计总投资额数据为立项、可研批复/项目备案等文件中的数据，已投资额为实际累计投入金额所致，此外部分项目后续建设规划相较项目立项时的建设规划存在一定调整，亦会导致实际投入金额存在一定的调整
 资料来源：公司提供

图表 14 • 截至 2025 年 9 月底公司主要拟建房地产项目（单位：亿元）

项目名称	项目类别	项目预计完成时间	预计总投资	已投资
济钢片区 B-28, B-40 地块	住宅地产	2026 年	18.93	6.84
济钢片区 B-41, B-42 地块	住宅地产	2026 年	35.67	11.74
合计	--	--	54.60	18.58

注：拟建项目截至 2025 年 9 月底的已投资规模主要为分期缴纳的土地出让金；项目预计完成时间为暂定计划，后续随着项目实际开发情况及资金状况可能会进行调整
 资料来源：公司提供

3 未来发展

根据济南市委市政府对公司的功能定位和要求，结合公司“济南国企创新发展的领跑者”“济南城投转型发展的推动者”“济南经济社会发展的服务者”的远景目标，未来，公司将构建“城市综合开发、公用事业、工程建设、金融资本”四大产业板块，打造“集团化运作、专业化发展”的管理格局，形成相关多元化、协同发展的业务组合和产业链上下游延伸的经营格局。

七、财务分析

公司提供了 2022—2024 年财务报告，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2025 年三季度财务报表未经审计。

2023 年，公司合并范围新增 4 家一级子公司，减少 3 家一级子公司，合并范围内变化的一级子公司主要系层级变动所致；此外，公司通过非同一控制下企业合并将长清城建纳入合并范围，对公司其他应收款（合计）、在建工程等资产科目影响较大。2024 年，公司合并范围新增 2 家一级子公司，1 家为新建，1 家为层级提升（二级子公司变为一级子公司）；减少 1 家一级子公司；2025 年 1—9 月，公司合并范围内一级子公司无变化。截至 2025 年 9 月底，公司纳入合并范围的一级子公司共 21 家。2024 年以来，上述合并范围变动涉及的子公司规模较小。

1 资产质量

公司资产规模持续增长，以土地开发整理及配套市政项目和房地产项目建设投入为主，往来款对资金形成一定占用，土地整理地块主要位于济南国际医学科学中心等济南市重点发展区域，整体资产质量较好。

截至 2024 年底，公司资产总额较上年底增长 8.38%，资产结构较上年底变化不大。

图表 15 • 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

业务板块	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动资产	836.90	41.28	788.82	33.57	822.75	32.31	867.30	32.76
货币资金	55.09	2.72	54.66	2.33	83.50	3.28	83.02	3.14
其他应收款（合计）	255.49	12.60	145.45	6.19	160.72	6.31	188.16	7.11
存货	460.49	22.72	510.86	21.74	505.96	19.87	514.68	19.44
非流动资产	1190.24	58.72	1560.99	66.43	1723.99	67.69	1780.22	67.24
长期股权投资	15.05	0.74	96.65	4.11	108.58	4.26	95.01	3.59
固定资产	49.44	2.44	53.32	2.27	95.22	3.74	95.70	3.61
在建工程	907.11	44.75	1192.52	50.75	1207.23	47.40	1273.44	48.10
其他非流动资产	128.48	6.34	149.01	6.34	157.14	6.17	159.14	6.01
资产总额	2027.13	100.00	2349.81	100.00	2546.73	100.00	2647.52	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

2024 年底，公司货币资金主要为银行存款（占 96.64%），受限资金规模为 23.29 亿元，主要为定期存单质押、劳务工资保证金、银行承兑保证金等，受限比例为 27.90%。其他应收款中应收政府及国企款项余额占其他应收款的 89.55%；公司累计计提坏账准备 10.16 亿元（主要是对济南济商资产运营有限公司计提坏账准备 8.62 亿元，该公司经商河县人民法院裁定进入破产清算程序），坏账计提比例 6.03%，其中对应收政府及国企款项未计提坏账准备；应收前五大债务人款项合计占 46.41%，集中度一般；账龄在 4 年以上的其他应收款占 74.68%；整体看，其他应收款规模较大，账龄较长，回款时间不确定，对公司资金形成一定占用。公司存货较上年底变化不大，主要由开发产品（占 35.28%，主要为待售的房地产项目）及开发成本（占 63.75%，主要为土地使用权及在建尚未完工的房地产项目）等构成，累计计提跌价准备 30.43 万元。

图表 16 • 公司 2024 年底主要其他应收账款明细

名称	期末余额（亿元）	占其他应收款期末余额的比例 (%)
济南市财政局	42.46	25.19
济南市历下区财政局	11.75	6.97
济南市天桥区财政局	11.15	6.61
济南西城投资开发集团有限公司	7.02	4.17
济南市槐荫区财政局	5.85	3.47
合计	78.23	46.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2024 年底，公司长期股权投资较上年底增加 11.92 亿元，主要系对齐鲁银行股份有限公司（以下简称“齐鲁银行”）权益法下确认投资损益 9.94 亿元所致。固定资产较上年底增加 41.90 亿元，主要系完工项目转入所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 56.95%）及供水等专用设备（占 40.06%）构成；累计计提折旧 40.41 亿元。在建工程较上年底变动不大，主要为济钢片区、济南国际医学科学中心等土地熟化项目和供水项目等建设投入。其他非流动资产主要由公共设施及园林广场等历史遗留的委托代建项目（105.06 亿元）、文庄公租房（22.33 亿元）、长期资产购置款（6.09 亿元）、小清河生态景观带改造提升项目及文服中心项目（7.25 亿元）等构成。

截至 2025 年 9 月底，公司资产总额较上年底增长 3.96%，主要来自其他应收款和在建工程的增加，资产结构较上年底变化不大。

受限资产方面，截至 2025 年 9 月底，公司受限资产情况如下所示。总体看，公司资产受限比例较低。

图表 17 • 截至 2025 年 9 月底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额比例	受限原因
货币资金	23.71	0.90%	定期存单质押、劳务工资保证金、银行承兑保证金、监管户资金、冻结资金等
存货	151.78	5.73%	借款抵押
投资性房地产	29.75	1.12%	借款抵押
固定资产	18.42	0.70%	借款抵押
在建工程	11.22	0.42%	借款抵押
应收账款	0.01	0.00%	融资质押
应收股利	0.55	0.02%	融资质押、资金冻结
其他权益工具投资	5.04	0.19%	融资质押、资金冻结
长期股权投资	7.38	0.28%	融资质押、资金冻结
其他非流动资产	32.14	1.21%	借款抵押
合计	279.99	10.58%	—

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

2 资本结构

公司所有者权益波动增长，其中实收资本和资本公积占比较高。近年来，公司有息债务规模持续增长，债务期限结构有待优化，非标融资占比较高，整体债务负担较重，公司一年以内到期债务规模较大，面临较大的集中偿付压力。

2024 年底，公司所有者权益较上年底增长 4.41%，主要来自未分配利润的增加。公司资本公积较上年底增加 1.55 亿元，主要系公司收到政府拨付的资本金、项目建设资金以及齐鲁银行其他权益变动减少资本公积（2.84 亿元）等综合所致。其他权益工具中永续债券占 67.12%，可续期信托产品占 19.19%，其余为济南市财政局和济南市城乡水务局拨付的项目资本金（40 亿元）。2025 年 9 月底，公司所有者权益较上年底下降 7.04%，主要系永续债券兑付所致。

图表 18 • 公司负债及所有者权益主要构成情况（单位：亿元）

项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
流动负债	842.05	55.87	808.32	47.48	877.47	46.90	963.18	47.70
短期借款	124.78	8.28	207.44	12.18	280.50	14.99	340.31	16.85
应付账款	77.20	5.12	99.53	5.85	100.70	5.38	104.71	5.19
其他应付款（合计）	139.60	9.26	120.12	7.06	149.94	8.01	144.96	7.18
一年内到期的非流动负债	349.58	23.20	167.29	9.83	185.54	9.92	216.18	10.71
合同负债	115.99	7.70	141.35	8.30	119.60	6.39	121.41	6.01
非流动负债	665.04	44.13	894.27	52.52	993.49	53.10	1056.17	52.30
长期借款	278.40	18.47	343.14	20.15	400.35	21.40	436.20	21.60
应付债券	136.44	9.05	278.04	16.33	282.74	15.11	268.58	13.30
长期应付款（合计）	192.05	12.74	214.83	12.62	246.06	13.15	290.15	14.37

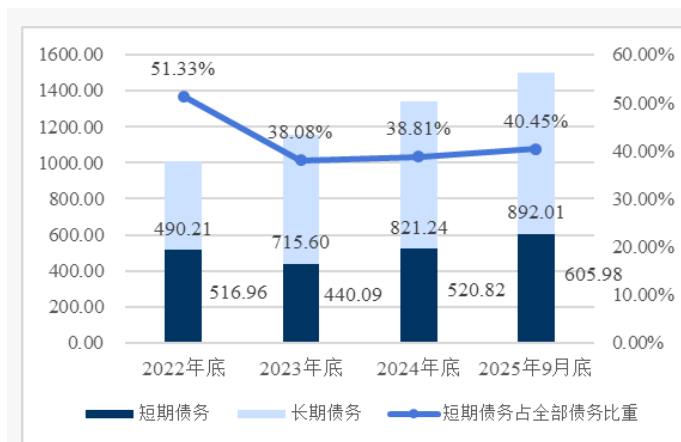
项目	2022 年底		2023 年底		2024 年底		2025 年 9 月底	
	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)	金额	占比 (%)
负债总额	1507.10	100.00	1702.59	100.00	1870.96	100.00	2019.35	100.00
实收资本	235.00	45.19	235.00	36.31	235.00	34.77	235.00	37.41
其他权益工具	91.10	17.52	121.45	18.76	121.64	18.00	77.99	12.42
资本公积	100.54	19.33	145.59	22.49	147.14	21.77	138.24	22.01
未分配利润	84.13	16.18	136.68	21.12	155.03	22.94	167.05	26.59
所有者权益合计	520.04	100.00	647.23	100.00	675.78	100.00	628.17	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

公司经营性负债主要由应付工程款、预收的土地整理返还款及房源款形成的应付账款、合同负债，以及应付地方政府及国有企业往来款、暂借款、保证金等形成的其他应付款和长期应付款中收到的政府置换债、专项建设资金等构成。

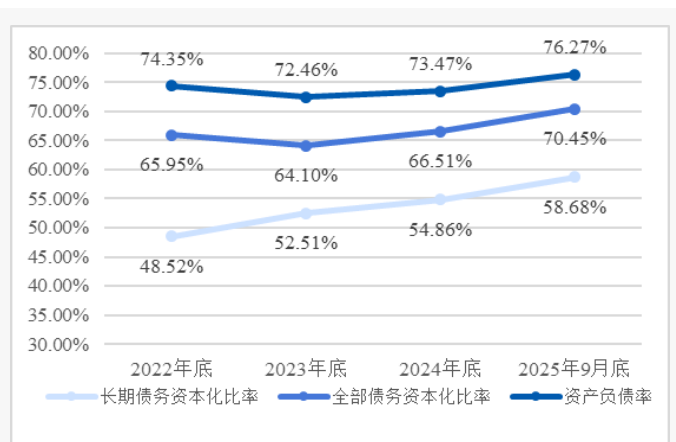
有息债务方面，本报告将其他应付款和其他流动负债中的付息项纳入短期债务核算、将长期应付款付息项（2025 年 9 月底政府专项债券余额为 187.10 亿元）纳入长期债务核算。截至 2025 年 9 月底，公司全部债务 1497.98 亿元，较 2022 年底增长 48.73%，短期债务占比较高，债务期限结构有待优化。公司融资渠道主要包括债券融资、金融及非银机构借款和政府专项债券资金等，截至 2025 年 9 月底，债券融资约占 23.26%，非标融资约占 23.97%，政府专项债券占 12.50%，其余主要为银行贷款。其中，非标产品包括信托融资 200.08 亿元、融资租赁产品 28.70 亿元，其他非标融资 128.60 亿元，非标融资成本约为 4.45%；公司贷款主要合作银行包括国家开发银行、农业发展银行、工商银行、农业银行、中国银行、建设银行、交通银行、渤海银行、华夏银行和青岛银行等，银行贷款平均成本约为 3.98%；公司存续债券融资平均成本约为 3.35%。从债务指标来看，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，公司整体债务负担较重。从债务期限分布看，公司一年内到期债务规模较大，其中债券占 13%左右，公司债务集中兑付压力较大。考虑其他权益工具后，债务负担高于上述指标表现。

图表 19 • 公司债务结构（单位：亿元）



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 20 • 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

3 盈利能力

受当期房地产开发与经营业务收入结算规模减少影响，2024 年，公司营业总收入同比有所下降；其他收益较上年基本维持稳定，对齐鲁银行的投资产生较大规模的投资收益；非经常性损益的减少导致公司利润总额同比大幅下滑，盈利能力指标表现减弱。

2024 年，公司营业总收入同比下降 8.30%；营业成本降幅大于营业总收入降幅，同期营业利润率小幅上升。

非经营性损益方面，2024 年，以政府补贴为主的其他收益较上年基本维持稳定；2023 年对齐鲁银行的投资由原金融资产核算改为按长期股权投资-权益法进行核算形成营业外收入 40.29 亿元；2024 年投资收益大幅增加主要来自对齐鲁银行权益法核算的长期股权投资收益（9.94 亿元）；经营利润以及非经常性损益的减少导致公司 2024 年利润总额同比下滑 58.45%；总资产收益率和净资产收益率同比均有所下降。

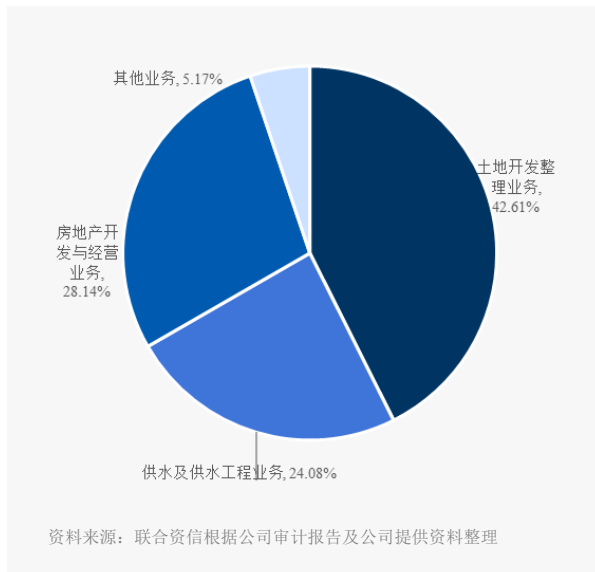
2025 年 1—9 月，公司实现营业总收入 86.46 亿元，相当于 2024 年全年的 60.31%；实现利润总额 11.88 亿元，同比增长 0.84%。

图表 21 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
营业总收入	112.07	156.34	143.36	86.46
营业成本	97.88	131.50	113.52	75.19
期间费用	9.88	11.77	14.07	8.96
投资收益	1.77	1.07	10.88	6.22
其他收益	8.64	7.56	7.35	5.96
营业外收入	0.04	40.29	0.13	0.23
利润总额	12.15	57.44	23.87	11.88
营业利润率（%）	10.78	12.78	15.93	10.06
总资本收益率（%）	0.91	3.16	1.16	--
净资产收益率（%）	1.96	8.16	2.71	--

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 22 • 2024 年公司营业总收入构成



4 现金流

2024 年，经营活动现金流缺口有所收窄，但受土地开发整理业务、市政重点项目投资建设业务、房地产开发与经营业务、供水项目投资及往来款支出大的影响，经营活动和投资活动现金均持续净流出，公司经营活动、投资活动及债务偿付所需资金对外部融资依赖较大。

2024 年，公司经营活动现金流入主要为土地开发整理业务、重点项目投资建设业务和房地产开发业务、补助收入及往来款资金流入；同期，受土地整理、市政重点项目及房地产开发业务投资支出规模较大影响，公司经营活动现金持续净流出。从收入实现质量看，公司现金收入比超过 100%，收入实现质量较好。

2024 年，随着供水板块、自持物业类房地产开发板块等固定资产投资持续大规模支出，公司投资活动现金持续较大规模净流出。

2024 年，公司筹资活动现金流入量保持增长，主要为金融及非银机构借款和政府资本性投入形成的现金流入；受当年偿还债务本息规模大的影响，筹资活动现金流出大幅增长；同期，公司筹资活动现金呈大额净流入。

2025 年 1—9 月，公司经营活动和投资活动现金流持续净流出，项目投资及债务偿付所需资金对筹资活动依赖较大，筹资活动保持净流入。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 1—9 月
经营活动现金流入小计	96.95	186.58	174.65	90.54
经营活动现金流出小计	313.19	245.49	208.14	119.48
经营活动现金流量净额	-216.24	-58.90	-33.49	-28.94
投资活动现金流入小计	3.20	6.77	9.44	3.68
投资活动现金流出小计	88.28	67.94	73.49	49.39
投资活动现金流量净额	-85.07	-61.17	-64.04	-45.70
筹资活动现金流入小计	602.36	672.52	861.84	619.12
筹资活动现金流出小计	298.45	553.24	754.84	545.38
筹资活动现金流量净额	303.91	119.27	106.99	73.74
现金收入比	73.72%	107.58%	113.30%	85.60%

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表整理

5 偿债指标

公司偿债指标表现弱，或有负债风险可控，间接融资渠道畅通。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2022 年（底）	2023 年（底）	2024 年（底）	2025 年 9 月（底）
短期偿债指标	流动比率(%)	99.39	97.59	93.76	90.05
	速动比率(%)	44.70	34.39	36.10	36.61
	现金短期债务比（倍）	0.13	0.14	0.16	0.14
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	20.59	67.44	34.80	--
	全部债务/EBITDA（倍）	48.93	17.14	38.57	--
	EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	1.39	0.59	--

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报表和提供资料整理

从短期偿债指标看，公司流动比率、速动比率变动不大，2025 年 9 月底，公司现金短期债务比为 0.14 倍，现金类资产对短期债务的保障程度低。整体看，公司短期偿债指标表现弱。

从长期偿债指标看，2024 年，随着利润总额的减少，公司 EBITDA 较上年大幅减少，EBITDA 对利息支出和全部债务的覆盖程度均大幅减弱。整体看，公司长期偿债指标表现弱。

截至 2025 年 9 月底，公司对外担保余额合计 57.92 亿元，担保比率为 9.22%，被担保方为济南滨河新区建设投资集团有限公司、济南城建、济南医发城市发展投资有限公司和济南国际医学中心产业发展有限公司等，均为地方国有企业且经营情况良好，公司或有负债风险可控。

截至 2025 年 9 月底，公司共获得银行授信为 1208.21 亿元，尚未使用额度为 301.79 亿元。公司间接融资渠道畅通。

截至 2025 年 9 月底，联合资信未发现公司存在对其财务状况、经营成果、业务活动、未来前景等可能产生影响的重大未决诉讼或仲裁事项。

6 公司本部财务分析

公司收入主要来自于子公司，公司本部对子公司管控力度较强。公司本部债务负担较重，短期偿债压力大。

截至 2024 年底，公司本部资产总额 1632.55 亿元，主要由其他应收款和长期股权投资构成；公司本部全部债务 875.72 亿元，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.92% 和 66.45%，债务负担较重。同期末，公司本部货币资金为 39.22 亿元，现金短期债务比为 0.10 倍，短期偿债压力大。公司主营业务由各子公司运营，公司本部营业收入规模很小。公司合并范围内子公司较多，对子公司切实履行出资人职责、享有出资人权利和对子公司经营业绩进行考核，公司本部通过向全资子公司、控股公司派出财务总监或财务负责人实施财务控制，通过对“三重一大事项”统一审批决策等方式对子公司进行经营管理，公司对子公司管控力度较强。

八、ESG 分析

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

环境方面，公司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，公司未发生安全责任事故，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，公司负责济南全市区范围的供水业务，下属子公司水务集团为用户提供的监督平台“小白热线”被授予全国“五一劳动奖状”和全国“杰出青年文明号”等荣誉，子公司清源水务曾获得山东省富民兴鲁劳动奖状、省水利系统先进集体、济南市水利系统安全生产先进单位、济南市建功立业集体等荣誉称号，用户服务满意度和产品质量良好。

治理方面，公司战略规划清晰，对下属子公司管控能力较强，并建立了完善的法人治理结构，管理制度健全。近一年来，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。

九、外部支持

公司实际控制人综合实力非常强，公司作为济南市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，近年来，在债务豁免、资本金及项目建设资金拨付、股权划拨和政府补贴等方面持续获得有力的外部支持。

公司实际控制人系济南市国资委。济南市是山东省省会、副省级市，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。

公司作为济南市属重要的基础设施投资建设和国有资产运营主体，业务范围涉及土地开发整理、市政重点项目投资建设、房地产开发与经营及水务等，并在供水服务领域具有垄断优势。近年来，公司持续在债务豁免、资本金和项目建设资金拨付、股权划拨和财政补贴方面获得有力的外部支持。

债务豁免方面，根据济财债〔2022〕48号文和济财债〔2023〕8号文，公司置换债券及再融资债券形成的政府债务33.79亿元和34.15亿元由济南市财政局承担，计入“资本公积”。

资本金和项目建设资金拨付方面，2021年，公司收到四库联通调水工程项目、玉清湖水库至鹤华水厂调水工程项目建设资金7.16亿元。2023年，公司收到济南市财政拨付的济南市太平水库项目资本金2.00亿元，收到四库联通调水工程项目、玉清湖水库至鹤华水厂调水工程项目建设资金4.59亿元，收到长孝水源地抽水试验工程政府投资款0.19亿元。此外，公司作为政府出资人代表，收到市财政拨付的腊山河与兴济河排水分区、大明湖排水分区、大辛河与巨野河排水分区工程代政府出资的资本金0.14亿元。2024年，公司作为政府出资人代表，收到市财政拨付的腊山河与兴济河排水分区、大明湖排水分区、大辛河与巨野河排水分区工程代政府出资的资本金0.08亿元；公司收到济南市城乡水务局拨付的调水工程资金2.40亿元，水库除险加固工程中央预算内投资0.19亿元、水库加固除险工程基建投资1.48亿元等；公司收到的以上资本金和项目建设资金均计入“资本公积”。

股权划拨方面，根据济南政办函〔2021〕22号文，济南市人民政府将持有的济南水利建筑勘测设计研究院有限公司15%的股权无偿划转给水务集团，增加公司资本公积0.10亿元。根据济南市人民政府《研究高新区所属供水企业划入济南水务集团统一管理和临空经济区应急供水工程专题会纪要》，济南金桥高新发展集团有限公司持有济南东区供水公司股权无偿划转给水务集团，增加资本公积0.13亿元。

政府补贴方面，2022—2024年，公司收到供水基础设施配套费补贴、扭亏补贴、原水供水补贴等各项财政补贴分别为8.64亿元、7.56亿元和7.35亿元，计入“其他收益”。

整体看，公司的国资背景、区域地位及业务的专营性特征有利于其获得政府支持。

十、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险及外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定公司个体信用等级为a，考虑到公司作为济南市重要的基础设施建设及国有资产运营主体，在债务豁免、资本金及项目建设资金拨付、股权划拨和政府补贴等方面持续获得有力的外部支持，外部支持提升5个子级，公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-2 济南城市投资集团有限公司评级方法、模型和打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	1	
财务风险	F5	现金流	资产质量	3	
			盈利能力	1	
			现金流量	1	
		资本结构			4
		偿债能力			5
指示评级				a	
个体调整因素：无				--	
个体信用等级				a	
外部支持调整因素：政府支持				+5	
评级结果				AAA	

评级方法 [城市基础设施投资企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

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

个体信用状况变动说明： 公司指示评级和个体调整情况较上次评级均未发生变动。

外部支持变动说明： 公司外部支持调整因素和调整幅度较上次评级均未发生变动。

评级模型使用说明： 评级映射关系矩阵参见联合资信最新披露评级技术文件。

附件 1-3 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项 目	2022 年	2023 年	2024 年	2025 年 9 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	69.19	61.95	83.63	83.44
应收账款（亿元）	11.69	11.54	20.04	20.58
其他应收款（亿元）	255.49	145.45	160.72	188.16
存货（亿元）	460.49	510.86	505.96	514.68
长期股权投资（亿元）	15.05	96.65	108.58	95.01
固定资产（亿元）	49.44	53.32	95.22	95.70
在建工程（亿元）	907.11	1192.52	1207.23	1273.44
资产总额（亿元）	2027.13	2349.81	2546.73	2647.52
实收资本（亿元）	235.00	235.00	235.00	235.00
少数股东权益（亿元）	1.35	5.79	0.85	0.85
所有者权益（亿元）	520.04	647.23	675.78	628.17
短期债务（亿元）	516.96	440.09	520.82	605.98
长期债务（亿元）	490.21	715.60	821.24	892.01
全部债务（亿元）	1007.17	1155.69	1342.06	1497.98
营业总收入（亿元）	112.07	156.34	143.36	86.46
营业成本（亿元）	97.88	131.50	113.52	75.19
其他收益（亿元）	8.64	7.56	7.35	5.96
利润总额（亿元）	12.15	57.44	23.87	11.88
EBITDA（亿元）	20.59	67.44	34.80	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	82.62	168.19	162.42	74.01
经营活动现金流入小计（亿元）	96.95	186.58	174.65	90.54
经营活动现金流量净额（亿元）	-216.24	-58.90	-33.49	-28.94
投资活动现金流量净额（亿元）	-85.07	-61.17	-64.04	-45.70
筹资活动现金流量净额（亿元）	303.91	119.27	106.99	73.74
财务指标				
销售债权周转次数（次）	10.59	13.27	9.01	--
存货周转次数（次）	0.22	0.27	0.22	--
总资产周转次数（次）	0.06	0.07	0.06	--
现金收入比（%）	73.72	107.58	113.30	85.60
营业利润率（%）	10.78	12.78	15.93	10.06
总资本收益率（%）	0.91	3.16	1.16	--
净资产收益率（%）	1.96	8.16	2.71	--
长期债务资本化比率（%）	48.52	52.51	54.86	58.68
全部债务资本化比率（%）	65.95	64.10	66.51	70.45
资产负债率（%）	74.35	72.46	73.47	76.27
流动比率（%）	99.39	97.59	93.76	90.05
速动比率（%）	44.70	34.39	36.10	36.61
经营现金流动负债比（%）	-25.68	-7.29	-3.82	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.14	0.16	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	0.48	1.39	0.59	--
全部债务/EBITDA（倍）	48.93	17.14	38.57	--

注：1. 济南城投 2025 年三季度财务数据未经审计；2. 本报告合并口径将其他应付款和其他流动负债中有息债务纳入短期债务核算、将长期应付款带息部分纳入长期债务核算；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，单位均指人民币

资料来源：联合资信根据审计报告、财务报表及济南城投提供资料整理

附件 1-4 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	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 2 本专项计划相关定义

差额支付启动事件：

(1) 在专项计划终止日之前，系指以下任一事件：

(a) (若该兑付日非预期到期日) 截至任何一个兑付日的前一个托管人报告日，专项计划账户内可供分配的资金不足以支付该兑付日应付的专项计划税费、费用及优先级资产支持证券的预期收益和到期应付本金；或

(b) 截至任何一个预期到期日的前一个托管人报告日，专项计划账户内可供分配的资金不足以偿付完毕预期到期日届至的专项计划税费、费用、优先级资产支持证券应付的预期收益和本金以及未到期的优先级资产支持证券应付的预期收益和到期应付本金。

(2) 在专项计划终止日，专项计划账户内可供分配的资金不足以支付所有优先级资产支持证券届时尚未获得支付的所有预期收益和本金。

加速归集事件：系指以下任一事件：

自动生效的加速归集事件

(1) 原始权益人、资产服务机构、差额支付承诺人发生任何丧失清偿能力事件；

(2) (i) 根据《标准条款》、《服务合同》的约定，需要更换管理人或必须任命后备资产服务机构，但在 90 日内，仍无法找到合格的继任的管理人或后备资产服务机构，或 (ii) 在已经委任后备资产服务机构的情况下，该后备资产服务机构停止根据《服务合同》提供后备服务，或 (iii) 后备资产服务机构被解任时，未能根据专项计划文件的规定任命继任者；

(3) 发生违约事件 (3) 项所列情形，但有控制权的资产支持证券持有人会议尚未做出决议宣布构成违约事件；

需经宣布生效的加速归集事件

(4) 原始权益人、资产服务机构、差额支付承诺人未能履行或遵守其在专项计划文件项下的任何主要义务，并且管理人合理地认为该等行为无法补救或在管理人发出要求其补救的书面通知后 30 天内未能得到补救；

(5) 原始权益人、资产服务机构、差额支付承诺人在专项计划文件中提供的任何陈述、保证(资产保证除外)在提供时存在虚假记载、误导性陈述或重大遗漏；

(6) 发生对资产服务机构、原始权益人、差额支付承诺人、管理人有重大不利影响的事件；

(7) 专项计划文件全部或部分被终止，成为或将成为无效、违法或不可根据其条款主张权利，并由此产生重大不利影响。

发生以上 (1) 项至 (3) 项所列的任何一起自动生效的加速归集事件时，加速归集事件应视为在该等事件发生之日发生。发生以上

(4) 项至 (7) 项所列的任何一起需经宣布生效的加速归集事件时，管理人应通知所有的资产支持证券持有人。有控制权的资产支持证券持有人会议决议宣布发生加速归集事件的，管理人应向资产服务机构、托管人、登记托管机构、支付代理机构和评级机构发送书面通知，宣布加速归集事件已经发生。管理人应在加速归集事件发生当日通知资产服务机构和监管银行。

违约事件：系指以下任一事件：

(1) 专项计划账户内可供分配资金在兑付日的前一个管理人报告日不能足额支付优先级资产支持证券当期预期收益及到期应付本金的；

(2) 专项计划账户内可供分配资金在预期到期日的前一个管理人报告日不足以偿付完毕预期到期日届至的优先级资产支持证券应付未付的预期收益及本金的；

(3) 专项计划文件的相关方(管理人、原始权益人、资产服务机构、托管人、差额支付承诺人)的主要相关义务未能履行或实现，导致对资产支持证券持有人权益产生重大不利影响，该重大不利影响情形在出现后 30 日内未能得到补正或改善，有控制权的资产支持证券持有人大会做出决议宣布构成违约事件。

债权提前到期事件：系指以下任一事件：

(1) 借款人、共同还款人书面申请在《债权转让与确认协议》约定的第 12n (n=1,2,3,4,5) 个还款日偿还标的债权项下全部本息且还款申请在该还款日前第 15 个工作日内书面通知管理人(代表专项计划)并取得管理人(代表专项计划)的书面同意；

(2) 专项计划设立日起 45 个工作日内管理人(代表专项计划)未登记为物业租金收入的第一顺位质权人的；

(3) 专项计划设立日起 90 个工作日内管理人(代表专项计划)未登记为抵押物的第一顺位抵押权人的；

(4) 管理人要求借款人、共同还款人提前偿还《债权转让与确认协议》项下全部标的债权本息及其他费用；

(5) 优先级资产支持证券的评级降至【AA⁺_{sf}】或以下时；

(6) 连续两个物业租金收入归集日，借款人、共同还款人未能将收款账户内收取的物业租金收入净额转付至监管账户的；

(7) 连续两个归集期间监管账户收到的实际租金收入净额低于该期间对应的目标租金收入净额的【70】%；

- (8) 专项计划未设立或提前终止的；
- (9) 评估机构对抵押物的评估价值下降至《抵押合同》载明的初始评估价值的【70】%或以下(但借款人、共同还款人或其关联方提供补充抵押物使得全部抵押物评估价值/《抵押合同》载明的初始评估价值不低于【70】%的除外)；
- (10) 借款人、差额支付承诺人、共同还款人发生丧失清偿能力事件；
- (11) 差额支付承诺人未能根据《差额支付承诺函》按时足额履行差额支付义务；
- (12) 回售和赎回承诺人未能根据《回售和赎回承诺函》按时足额履行回售和赎回义务；
- (13) 济南城市投资集团有限公司的主体长期信用评级下降至低于 AA⁺级（含 AA⁺级）；
- (14) 发生了专项计划文件项下约定的其他标的债权提前到期或管理人有权宣布标的债权提前到期的情形。

发生债权提前到期事件，管理人可直接决定并宣布标的债权提前到期或召集有控制权的资产支持证券持有人大会决议是否指令管理人宣布标的债权提前到期。

附件3 基础情景下优先级证券 DSCR

期数	物业资产预测可分配净现金流	优先级利息覆盖倍数	优先级本息覆盖倍数	期数	物业资产预测可分配净现金流	优先级利息覆盖倍数	优先级本息覆盖倍数
1	611.68	1.14	1.14	37	1540.38	3.16	1.10
2	960.97	1.60	1.18	38	1545.29	3.18	1.09
3	994.77	1.65	1.18	39	1561.90	3.25	1.10
4	1010.02	1.72	1.18	40	1571.61	3.34	1.10
5	1015.10	1.71	1.18	41	1576.13	3.40	1.10
6	1020.66	1.71	1.18	42	1584.23	3.42	1.10
7	1058.43	1.77	1.17	43	1599.59	3.50	1.09
8	1090.70	1.85	1.15	44	1823.05	4.11	1.08
9	1099.01	1.87	1.15	45	1934.51	4.38	1.08
10	1103.04	1.86	1.15	46	1939.92	4.43	1.07
11	1131.36	1.91	1.15	47	1955.89	4.55	1.07
12	1145.72	1.99	1.15	48	1873.13	4.56	1.07
13	1147.68	1.98	1.14	49	1984.01	4.86	1.07
14	1151.53	1.97	1.14	50	1990.57	4.93	1.07
15	1182.77	2.03	1.14	51	2007.30	5.09	1.07
16	1198.44	2.11	1.14	52	1922.11	5.11	1.07
17	1201.36	2.10	1.14	53	2039.54	5.48	1.06
18	1207.74	2.10	1.14	54	2048.23	5.59	1.07
19	1282.76	2.24	1.13	55	2068.48	5.79	1.06
20	1334.77	2.39	1.12	56	1993.55	5.82	1.06
21	1344.65	2.40	1.12	57	2120.92	6.35	1.06
22	1348.83	2.39	1.13	58	2127.77	6.51	1.06
23	1399.65	2.50	1.12	59	2142.80	6.77	1.06
24	1424.33	2.59	1.11	60	2048.14	6.86	1.06
25	1426.38	2.61	1.12	61	2173.80	7.43	1.05
26	1431.04	2.61	1.11	62	2180.07	7.66	1.06
27	1444.27	2.66	1.11	63	2197.55	8.04	1.06
28	1451.27	2.75	1.11	64	2102.69	8.22	1.05
29	1455.16	2.76	1.10	65	2235.33	9.00	1.05
30	1462.10	2.76	1.11	66	2245.56	9.38	1.05
31	1478.04	2.82	1.11	67	2265.16	9.96	1.05
32	1501.61	2.95	1.10	68	2178.79	10.35	1.05
33	1512.04	2.97	1.10	69	2322.48	11.52	1.05
34	1517.13	2.98	1.10	70	2329.49	12.19	1.05
35	1531.46	3.04	1.10	71	2349.66	13.18	1.04
36	1538.01	3.16	1.10	72	2244.06	13.75	0.09

附件4 优先级证券还本计划（单位：万元）

分配期数	优先级证券还本	分配期数	优先级证券还本
1	0.00	37	960.00
2	230.00	38	970.00
3	260.00	39	990.00
4	290.00	40	1010.00
5	290.00	41	1020.00
6	290.00	42	1030.00
7	330.00	43	1060.00
8	380.00	44	1300.00
9	390.00	45	1410.00
10	390.00	46	1420.00
11	420.00	47	1450.00
12	450.00	48	1390.00
13	450.00	49	1500.00
14	450.00	50	1510.00
15	480.00	51	1540.00
16	510.00	52	1480.00
17	510.00	53	1600.00
18	520.00	54	1610.00
19	590.00	55	1650.00
20	670.00	56	1590.00
21	670.00	57	1730.00
22	670.00	58	1740.00
23	730.00	59	1770.00
24	770.00	60	1690.00
25	770.00	61	1830.00
26	780.00	62	1840.00
27	800.00	63	1870.00
28	820.00	64	1800.00
29	830.00	65	1940.00
30	830.00	66	1960.00
31	850.00	67	1990.00
32	900.00	68	1930.00
33	910.00	69	2080.00
34	910.00	70	2100.00
35	930.00	71	2140.00
36	960.00	72	27070.00

资料来源：管理人提供，联合资信整理

附件 5-1 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 5-2 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 5-3 资产支持证券信用等级设置及其含义

联合资信资产支持证券信用等级划分为三等九级，分别为：AAA_{sf}、AA_{sf}、A_{sf}、BBB_{sf}、BB_{sf}、B_{sf}、CCC_{sf}、CC_{sf}和 C_{sf}。除 AAA_{sf} 级、CCC_{sf} 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。

各等级含义如下表所示。

级别设置	含义
AAA _{sf}	还本付息能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA _{sf}	还本付息能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A _{sf}	还本付息能力较强，较易受不利经济环境的影响，但违约概率较低
BBB _{sf}	还本付息能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB _{sf}	还本付息能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B _{sf}	还本付息能力很大程度上依赖良好的经济环境，违约概率很高
CCC _{sf}	还本付息能力高度依赖良好的经济环境，违约概率极高
CC _{sf}	还本付息能力很弱，基本不能偿还债务
C _{sf}	不能偿还债务

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债项信用评级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

评级协议委托方（以下简称“委托方”）或受托机构/计划管理人（如有）应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债项评级有效期内完成跟踪评级工作。

本期债项如发生重大变化，或发生可能对本期债项信用评级产生较大影响的重大事项，委托方或受托机构/计划管理人（如有）应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注本期债项相关信息，如发现重大变化，或出现可能对本期债项信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如委托方或受托机构/计划管理人（如有）不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。