

信用等级公告

联合〔2019〕1390号

联合资信评估有限公司通过对济南市城市建设投资有限公司及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持济南市城市建设投资有限公司主体长期信用等级为AAA，“14济城投债/PR济城投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告



济南市城市建设投资有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	债券余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
14 济城投债/PR 济城投	6.40 亿元	2021/3/20	AAA	AAA

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 14 日

财务数据

项 目	2016 年	2017 年	2018 年
现金类资产(亿元)	90.63	71.08	14.14
资产总额(亿元)	486.69	581.74	686.95
所有者权益(亿元)	152.95	157.90	234.09
短期债务(亿元)	133.28	39.45	50.10
长期债务(亿元)	84.28	160.62	140.73
全部债务(亿元)	217.56	200.07	190.83
营业收入(亿元)	58.74	69.89	36.72
利润总额(亿元)	2.05	5.87	13.73
EBITDA(亿元)	2.81	6.98	14.86
经营性净现金流(亿元)	-1.46	12.31	14.47
营业利润率(%)	4.33	9.48	40.19
净资产收益率(%)	1.34	3.72	5.87
资产负债率(%)	68.57	72.86	65.92
全部债务资本化比率(%)	58.72	55.89	44.91
流动比率(%)	104.77	101.35	127.63
经营现金流动负债比(%)	-0.62	4.93	4.74
全部债务/EBITDA(倍)	77.51	28.64	12.85
EBITDA 利息倍数	0.26	0.63	2.63

注：其他应付款中有息债务已调入短期债务计算

分析师：文 中 汪星辰

邮箱：lianhe@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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

济南市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）是济南市重要的城市基础设施投资建设主体，并开展房地产开发和租赁等经营性业务。跟踪期内，济南市经济保持增长，一般公共预算收入持续增长，公司的发展外部环境良好；公司在土地出让金返还、政府债务置换等方面继续获得济南市政府的大力支持。跟踪期内，公司资产规模和所有者权益均大幅增长，债务负担有所下降，盈利能力增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司收入规模大幅下降、资产流动性弱、在建项目投资规模大等因素可能对其信用水平产生不利的影响。

公司由联合资信评级的存续债券“14济城投债/PR济城投”设置本金分期偿还条款，有效降低公司集中偿付压力；公司经营活动现金流净额对存续债券的保障能力强。

未来，公司在加大对城市基础设施投建力度的同时，将积极推进土地熟化和安置房建设工作，预计收入规模将有所回升，盈利能力有望增强，联合资信对公司评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“14济城投债/PR济城投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，济南市经济稳步发展，一般公共预算收入持续增长，公司的发展外部环境良好。
2. 公司作为济南市重要的基础设施投资建设主体，跟踪期内，持续获得政府在土地出让金返还、债务置换等方面的有力支持。
3. 跟踪期内，公司资产规模和所有者权益快速增长，债务负担持续下降。
4. 公司储备的土地规模较大，未来可产生较大规模的土地出让金返还收入。

关注

1. 公司往来款、基建项目投入、土地管理成本等对资金占用明显。
2. 公司未来投资规模大，对外融资依赖性强。

声 明

一、本报告引用的资料主要由济南市城市建设投资有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

济南市城市建设投资有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于济南市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）及相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

跟踪期内，公司股东及实际控制人均未发生变化；截至2018年底，公司注册资本70.00亿元，济南城市建设投资集团有限公司是公司唯一股东，实际控制人仍为济南市人民政府国有资产监督管理委员会。

跟踪期内，公司职能定位和经营范围均未发生变化。截至2018年底，公司本部内设办公室、党群人事部、计划财务部、审计法务部、合同造价部、土地规划及开发部、工程管理部及资产运营实业部共8个职能部门；公司无纳入合并范围子公司。

截至2018年底，公司资产总额686.95亿元，所有者权益234.09亿元；2018年公司实现营业收入36.72亿元，利润总额13.73亿元。

公司住所：济南市历下区经十东路10567号；法定代表人：聂军。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至跟踪评级日，公司由联合资信所评存续债券“14济城投债/PR济城投”（以下简称“本期债券”）尚需偿还债券余额6.40亿元，详见表1；本期债券设置了本金分期偿还条款。跟踪期内，公司已按时足额支付本期债券的利息，并于2019年3月偿付债券本金3.20亿元。

表1 跟踪评级债券概况（单位：亿元、年、%）

债券简称	余额	起息日	期限	票面利率
14济城投债/PR济城投	6.40	2014/3/20	7	6.80

14济城投债/PR济城投	6.40	2014/3/20	7	6.80
--------------	------	-----------	---	------

资料来源：联合资信整理

本期债券募集资金用于西蒋峪A地块公共租赁住房项目、奥体文博片区C地块丁家片区安置房项目和西蒋峪市政配套工程项目；截至2018年底，本期债券募集资金均已按指定用途使用完毕；募投项目均已完工。

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政

支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风

险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。

从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长

提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 城市基础设施建设行业

（1）行业概况

城市基础设施建设是围绕改善城市人居环境、增强城市综合承载能力、提高城市运行效率开展的基础设施建设，包括机场、地铁、公共汽车、轻轨等城市交通设施建设，市内道路、桥梁、高架路、人行天桥等路网建设，城市供水、供电、供气、电信、污水处理、园林绿化、环境卫生等公用事业建设等领域。城市基础设施建设是国民经济可持续发展的重要基础，对于促进国民经济及地区经济快速健康发展、改善投资环境、强化城市综合服务功能、加强区域交流与协作等有着积极的作用，其发展一直受到中央和地方各级政府的高度重视。

地方政府是城市基础设施建设的主要投资

者。本世纪初，在财政资金无法满足对基础设施建设需求以及将固定资产投资作为拉动经济增长的重要因素的背景下，地方政府基础设施建设投融资平台（一般称城投企业或地方政府投融资平台公司）应运而生。地方政府投融资平台公司，是指由地方政府及其部门和机构等通过财政拨款或注入土地、股权等资产设立，从事政府指定或委托的公益性或准公益性项目的融资、投资、建设和运营，拥有独立法人资格的经济实体。2008年后，在宽松的平台融资环境及4万亿投资刺激下，城投公司快速增加，融资规模快速上升，城市基础设施建设投资快速增长，地方政府隐性债务规模快速攀升。为了正确处理政府融资平台带来的潜在债务风险和金融风险，2010年以来，国家出台了一系列政策法规，如对融资平台及其债务进行清理，规范融资平台债券发行标准，对融资平台实施差异化的信贷政策等，以约束地方政府及其融资平台的政府性债务规模的无序扩张。2014年，《关于加强地方政府性债务管理的意见》（国发〔2014〕43号，以下简称“《43号文》”）颁布，城投公司的融资职能逐渐剥离，城投公司逐步开始规范转型。但是，作为地方政府基础设施建设运营主体，城投公司在未来较长时间内仍将是中国基础设施建设的重要载体。

（2）行业政策

根据2014年《43号文》，财政部发布《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），对2014年底地方政府存量债务进行了清理、甄别，明确了全国地方政府性债务规模。之后，通过发行地方政府债券，以政府债务置换的方式使城投公司债务

与地方政府性债务逐步分离，未被认定为政府债务的以及新增的城投债将主要依靠企业自身经营能力偿还。2015年以来，国家出台了多项政策进一步加强地方政府债务管理，并坚决遏制隐性债务增量，不允许新增各类隐性债务；同时多次强调坚决剥离投融资平台的政府融资职能，弱化城投企业与地方政府信用关联性。

2018年下半年以来，伴随国内经济下行压力加大，城投企业相关政策出现了一定的变化和调整。2018年7月，国务院常务会议和中央政治局会议分别提出了按市场化原则保障融资平台公司合理融资需求以及加大基础设施领域补短板的力度等政策。2018年10月，国办发〔2018〕101号文件正式出台，要求合理保障融资平台公司正常融资需求，不得盲目抽贷、压贷或停贷，防范存量隐性债务资金链断裂风险。对必要的在建项目，允许融资平台公司在不扩大建设规模和防范风险的前提下与金融机构协商继续融资，避免出现工程烂尾。对存量隐性债务难以偿还的，允许融资平台公司在与金融机构协商的基础上采取适当展期、债务重组等方式维持资金周转等。这些政策对金融机构支持基建项目融资提出了明确要求，为融资平台再融资和化解资金链断裂风险提供了强有力的支持，改善了城投企业经营和融资环境。同时，国家也支持转型中的融资平台公司和转型后市场化运作的国有企业，依法合规承接政府公益性项目，实行市场化经营、自负盈亏，地方政府以出资额为限承担责任。

2018年以来与城投企业相关的主要政策见表2。

表2 2018年以来与城投企业相关的主要政策

发布时间	文件名称	主要内容
2018年2月	《关于进一步增强企业债券服务实体经济能力严格防范地方债务风险的通知》发改办财金〔2018〕194号	城投企业应主动声明不承担政府融资职能，发行债券不涉及新增地方政府债务；评级机构应基于企业财务和项目信息等开展评级工作，不能将企业信用与地方信用挂钩。
2018年3月	《关于规范金融企业对地方政府和国有企业投融资行为有关问题的通知》财金〔2018〕23号	在债券募集说明书等文件中，不得披露所在地区财政收支、政府债务数据等明示或暗示存在政府信用支持的信息，严禁与政府信用挂钩的误导性宣传，并应在相关发债说明书中明确，地方政府作为出资人仅以出资额为限承担有限责任，相关举借债务由地方国有企业作为独立法人负责偿还。

2018年9月	《关于加强国有企业资产负债约束的指导意见》	首次提出“对严重资不抵债失去清偿能力的地方政府融资平台公司，依法实施破产重整或清算，坚决防止‘大而不倒’，坚决防止风险累积形成系统性风险”
2018年10月	《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》国办发〔2018〕101号	提出在不增加地方政府隐性债务规模的前提下，引导商业银行按照风险可控、商业可持续的原则加大对符合条件项目的信贷投放力度，支持开发性金融机构、政策性银行结合各自职能定位和业务范围加大相关支持力度。要求金融机构不得盲目抽贷、压贷、停贷。允许融资平台债务展期或重组。对融资平台也提出了更高要求。
2019年2月	《关于有效发挥政府性融资担保基金作用切实支持小微企业和“三农”发展的指导意见》国办发〔2019〕6号	政府性融资担保、再担保机构不得为政府债券发行提供担保，不得为政府融资平台融资提供增信。
2019年3月	《财政部关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》（财金〔2019〕10号）	严格按照要求规范的PPP项目，不得出现以下行为：存在政府方或政府方出资代表向社会资本回购投资本金、承诺固定回报或保障最低收益。通过签订阴阳合同，或由政府方或政府方出资代表为项目融资提供任何形式的担保、还款承诺等方式，由政府实际兜底项目投资建设运营风险。本级政府所属的各类融资平台公司、融资平台公司参股并能对其经营活动构成实质性影响的国有企业作为社会资本参与本级PPP项目。
2019年3月	《2019政府工作报告》	合理扩大专项债券使用范围。继续发行一定数量地方政府置换债券，减轻地方利息负担。鼓励采取市场化方式，妥善解决融资平台到期债务问题，不能搞“半拉子”工程。
2019年5月	《政府投资条例》	明确界定政府投资的定义和范围。政府投资资金应当投向市场不能有效配置资源的公共领域项目，以非经营性项目为主。政府投资资金按项目安排，以直接投资方式为主；对确需支持的经营性项目，主要采取资本金注入方式，也可以适当采取投资补助、贷款贴息等方式。县级以上地方人民政府应当根据国民经济和社会发展规划、中期财政规划和国家宏观调控政策，结合财政收支状况，统筹安排使用政府投资资金的项目，规范使用各类政府投资资金。

资料来源：联合资信综合整理

（3）行业发展

在地方政府债务整肃和金融强监管的大背景下，城投企业政府融资职能剥离、与地方政府性债务分离使得城投公司与地方政府信用关联性进一步弱化。2018年以来，经济欠发达地区的城投企业逐渐暴露出一定风险，出现了一些信用风险事件。但随着2018年下半年来国内经济形势的变化，相关政策调整使得城投企业融资环境得到改善，城投企业信用风险在一定程度上有所缓和。

目前，中国的城市基础设施建设尚不完善，城镇化发展面临东西部发展不平衡问题。截至2018年底，中国城镇化率为59.58%，较2017年底提高1.06个百分点，相较于中等发达国家80%的城镇化率，仍处于较低水平，未来城市基础设施建设仍是中国社会经济发展的重点之一。2019年3月5日，《2019年政府工作报告》对中国政府2019年工作进行了总体部署，将在棚户区改造、新型城镇化建设以及新型基建投资等方面维持较大投资规模。城投公司作为城市基础设施建设的重要载体，仍有一定发展空间。

2. 区域经济环境

公司是济南市重要的城市基础设施投资

建设主体，济南市的经济水平以及未来发展规划对公司发展影响大。

根据《2018年济南市国民经济和社会发展统计公报》，2018年济南市实现地区生产总值（GDP）7956.66亿元，比上年增长7.4%；全省16个地市中排名第2。分产业看，第一产业增加值272.42亿元，增长2.5%；第二产业增加值2829.31亿元，增长7.8%；第三产业增加值4754.83亿元，增长7.5%。三次产业结构由4.4:35.7:59.9调整为3.5:36.0:60.5。2018年，济南市城镇居民人均可支配收入50146元，比上年增长7.5%；农村居民人均可支配收入17924元，同比增长8.0%。2018年，济南市固定资产投资比上年增长9.6%；分产业看，第一产业投资增长9.8%，第二产业投资下降10.1%，第三产业投资增长14.3%。

根据《济南市2018年预算执行情况和2019年预算草案的报告》，2018年济南市一般公共预算收入752.82亿元（全省排名第2位），比上年增长11.2%；其中，税收收入619.5亿元（占82.3%），同比增长14.3%；同期一般公共预算支出1018.25亿元，比上年增长22.08%；济南市财政自给率下降至73.93%。2018年济南市政府性基金收入1340.21亿元，全年支出1452.20亿元。2018年底，济南市政府债务限

额 1222.71 亿元；其中，一般债务限额 192.6 亿元，专项债务限额 1030.11 亿元。2019 年，济南市安排偿还政府债务本金 103.65 亿元，支付政府债务利息 22.13 亿元；整体债务负担尚可。

总体看，跟踪期内，济南市经济保持增长，产业结构不断优化，固定资产投资稳定增长；2018 年济南市一般公共预算持续增长，整体债务负担尚可；公司外部发展环境良好。

六、基础素质分析

公司作为济南市重要的城市基础设施建设主体，跟踪期内持续获得政府的大力支持。

2018 年，公司获得土地出让金返还 143.40 亿元，其中 62.97 亿元计入“资本公积”，确认土地熟化收入 36.11 亿元；收到政府债务置换资金 4.63 亿元，计入“长期借款”；获得政府补贴 0.33 亿元，计入“专项应付款”；其他零星补贴 5.54 万元，计入“营业外收入”。

根据公司提供的截至 2019 年 6 月 10 日中国人民银行《企业信用报告》（机构信用代码 G10370102004708300），跟踪期内，公司本部无未结清的关注类和不良/违约类信贷信息。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是济南市重要的城市基础设施投资建设主体，跟踪期内，公司收入构成未发生变化，仍以土地熟化收入为主。

2018 年，公司实现营业收入 36.72 亿元，其中土地熟化收入 36.11 亿元（占 98.34%）；同比均大幅下降系当期土地熟化出让面积较少所致。同期房产销售和租赁业务分别实现收入 0.08 亿元和 0.53 亿元，占比均很小。

表 3 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务类型	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
土地熟化	69.04	98.79	9.10	36.11	98.34	40.50

房产销售	0.29	0.42	93.78	0.08	0.22	100.00
租赁	0.55	0.79	39.98	0.53	1.44	41.10
合计	69.89	100.00	9.70	36.72	100.00	40.50

资料来源：公司提供

毛利率方面，2018 年公司土地熟化业务毛利率较上年大幅上升 31.40 个百分点至 40.50%，系当期出让的熟化地块成本调减所致；受此影响，当期公司综合毛利率较上年上升 30.80 个百分点至 40.50%。房产销售和租赁业务毛利率较上年变化较小。

2. 业务经营分析

市政重点项目投建业务

公司自成立以来，先后承担了一批重大市政基础设施项目的投融资和建设任务，主要包括泉城广场、泉城路商业街改造、奥体场馆建设、北园大街整体改造及奥体文博片区建设等。同时，公司还承担着大辛河整治与龙泉湖水库清淤的河道工程以及奥体周边山体整治与绿化的环境整治工程等项目。

市政基础设施项目部分资金由市财政安排财政专项建设资金以拨款的方式解决；同时公司通过银行贷款等债务融资方式筹措部分建设资金，并以自有资金、项目运营收益、土地出让金返还收入及财政补贴专项资金偿还。会计处理上，基础设施建设相关成本记入“在建工程”，待项目完工或审计结算后，结转至“其他非流动资产”；在收到政府返还的土地出让金及财政补贴专项资金后直接冲减“其他非流动资产”。

截至 2018 年底，公司主要在建市政项目总投资 134.70 亿元，包括中央商务区市政项目（一期、二期）、蒋山、韩仓河环境综合治理工程等；已投资 16.95 亿元，剩余投资 117.75 亿元，其中 2019 年拟投资 57.79 亿元；公司暂无拟建项目。总体看，公司未来投资压力大。

表 4 2018 年底公司主要在建市政项目（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	2019 年拟投资
雪山一期市政	2.83	2.06	0.49

雪山二期市政	6.09	2.47	3.00
中央商务区市政项目一期	42.48	6.44	10.00
中央商务区市政项目二期	38.65	0.83	10.00
中央商务区中央地下广场项目	7.26	1.77	4.76
中央商务区南区地下广场项目	4.35	1.53	2.82
中央商务区北区地下广场项目	1.03	0.32	0.71
中央商务区文化服务中心项目	4.63	0.64	3.53
蒋山、韩仓河环境综合治理工程	14.18	0.7	13.48
东城逸家 1#地块 19#配套公建	2.20	0.15	2.00
东城逸家 4-1 地块集中商业公建配套项目	11.00	0.04	7.00
合计	134.70	16.95	57.79

资料来源：公司提供

土地熟化业务

公司受济南市国土资源局委托，负责市重点工程投资建设规划控制范围内土地的整理和熟化工作。

土地熟化成本包括研究、策划、设计等前期费用，拆迁补偿款和过渡安置费等土地征收费用，道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、土地平整等配套工程费用，资金成本和其他费用。土地熟化阶段，公司将相应的成本计入“在建工程”；待土地出让后，公司根据政府相关文件将应收济南市财政局返还的 80% 土地出让金确认为土地熟化收入，相应成本结转至“营业成本”。

2018 年，公司完成土地出让 821.18 亩，主要是 CBD 地块的 7 宗土地；根据济南中央商务区建设工作领导小组办公室工作汇报及中共济南市委办公厅纪要的批复，CBD 地块土地熟化返还比例为 100.00%，同期济南市土地管理局调减 CBD 地块的土地熟化成本；受此影响，2018 年公司土地熟化业务毛利率大幅上升至 40.50%；当期取得土地出让金返还 143.40 亿元，确认土地熟化收入 36.11 亿元。

截至 2018 年底，公司可用于开发整治的土地合计 30415.72 亩，主要包括雪山项目、济钢片区、奥体文博中央商务区（不含燕山部分），总投资 340.00 亿元，已完成投资 293.24 亿元；2019 及 2020 年拟分别投资 80.00 亿元和 20.00 亿元；公司暂无拟建土地熟化项目。总体看，公司未来投资压力大。

房产销售

房地产销售是公司多元化发展的重要业务，也是公司顺利开展拆迁的有力保障。

东城逸家项目位于经十路南侧，奥体中心及龙奥大厦东侧；总投资 123.34 亿元，总用地面积 76.89 公顷，其中规划建设用地面积 63.58 公顷，项目总建筑面积 114.92 万平方米；2016 年累计销售 55.87 万平方米，确认 46.87 亿元收入。截至 2018 年底，该项目累计收到购房意向款 52.60 亿元，拟分批进入销售。

鼎秀家园项目位于济南市龙洞片区，龙鼎大道南端东侧；项目总用地面积 28.41 万平方米，其中可规划建设用地面积 26.57 万平方米，分为南北两个地块；项目总建筑面积 53.40 万平方米。该项目总投资 35.92 亿元，截至 2018 年底，已完成投资 21.15 亿元，收到购房意向金 33.00 亿元，计入“预收款项”。

截至 2018 年底，公司在建房地产项目为港新园公租房项目和鼎秀家园项目，合计总投资 43.92 亿元，已完成投资 26.05 亿元；2019 年拟分别投资 3.10 亿元和 14.77 亿元；暂无拟投资项目。

3. 未来发展

公司以加快城市现代化建设为目标，以城市基础设施建设和资产管理为中心，以体制创新和机制创新为动力，坚持在公司经济效益、社会效益有机统一的基础上，加快市场化运作，整合有效资源，最终形成公司的核心竞争能力。公司将继续服务于济南市城市基础设施建设，坚持“用好城市资源、服务济南发展”的经营宗旨，积极拓宽融资渠道，稳步加快土地收储及熟化工作，努力做好国有资产的盘活工作，使公司逐步发展壮大为城市基础设施项目和大型重点项目的专业化建设投资企业。

总体看，跟踪期内，公司营业收入受熟化土地出让面积减少有所下降，成本调减致使公司毛利率水平大幅上升；公司在建项目投资规模大，未来资本支出压力大。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2018 年度财务报表，天健会计师事务所（特殊普通合伙）对该报表进行审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

2. 资产质量

2018 年底，公司资产总额 686.95 亿元，同比增长 18.08%，主要系其他应收款大幅增长所致。2018 年底，公司流动资产占比有所上升至 56.72%；资产构成见表 5。

表5 公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	247.90	50.94	253.08	43.50	389.64	56.72
货币资金	90.63	18.62	71.08	12.22	14.14	2.06
其他应收款	91.75	18.85	99.47	17.10	285.72	41.59
存货	61.74	12.69	77.29	13.29	83.29	12.13
非流动资产	238.79	49.06	328.66	56.50	297.31	43.28
长期股权投资	13.04	2.68	13.04	2.24	13.04	1.90
在建工程	129.90	26.69	219.13	37.67	188.17	27.39
其他非流动资产	91.69	18.84	91.54	15.74	91.54	13.33
资产总额	486.69	100.00	581.74	100.00	686.95	100.00

资料来源：审计报告

2018 年底，公司流动资产 389.64 亿元，同比增长 53.96%，主要系其他应收款大幅增长所致。公司货币资金 14.14 亿元，同比大幅下降 80.00%，系对外拆借资金及项目持续投资所致；以银行存款（占 94.48%）为主，受限资金 2.29 亿元。公司其他应付款 285.72 亿元，同比大幅增长 187.24%，主要系拆借款大幅增加所致（主要是新增对济南城市投资集团有限公司的拆借款 152.84 亿元）。从账龄看，1 年以内的占 68.77%，账龄较短。从欠款集中度看，前五名欠款方占 78.75%，集中度较高。整体看，公司其他应收款欠款方均为区域内国有企业，回收风险不大，但资金占用明显。公司存货 83.29 亿元，同比增长 7.76%，主要系鼎秀家园等项目持续投入所致；主要由开发成本（占 91.82%）构成。

2018 年底，公司非流动资产 297.31 亿元，同比下降 9.54%，系在建工程下降所致；主要由在建工程和其他非流动资产等构成。在建工程 188.17 亿元，同比下降 14.13%，主要系当期结转 CBD 项目成本所致。公司在建工程主要包括东区项目、雪山项目、济钢片区、济南国际医学科学中心等工程。其他非流动资产无

变化，为代建代管资产 91.54 亿元。

总体看，跟踪期内，公司资产规模快速增长，流动资产占比有所上升；资产中往来款、基建项目投入、土地管理成本等对资金占用明显；其他非流动资产占比较大。公司整体资产质量一般，流动性弱。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2018 年底，公司所有者权益 234.09 亿元，同比大幅增长 48.25%，主要系资本公积增加所致；同期，资本公积占比增长至 52.34%，实收资本占 29.90%（70.00 亿元），未分配利润占 15.95%（37.33 亿元），所有者权益稳定性进一步增强。2018 年底，公司资本公积 123.53 亿元，主要是政府注入资金。

总体看，跟踪期内公司所有者权益大幅增长，稳定性进一步增强。

负债

2018 年底，公司负债总额 452.85 亿元，同比增长 6.84%，系预收款项和其他应付款增长所致；构成仍以流动负债为主（占 67.41%）。

2018 年底，公司流动负债 305.28 亿元，同

比增长22.25%，主要由预收款项和其他应付款构成。公司预收款项134.71亿元，同比大幅增长45.62%，主要系当期新增土地熟化返还资金及东城逸家、鼎秀家园的预售房款所致。从账龄看，1年以内的占31.39%、1-2年的占68.30%，整体账龄较短。公司其他应付款（合计）123.56亿元，同比增长5.31%，主要系关联方拆借款增加所致；其他应付款占97.11%，主要是拆借款和应付暂收款。从账龄看，1年以内的其他应付款占50.05%，1—2年的占8.91%，3年以上的占23.09%，整体账龄偏长；从集中度看，前5名合计占61.32%，集中度一般。其他应付款中有息部分25.05亿元，已纳入短期债务计算。

2018年底，公司非流动负债147.57亿元，同比下降15.25%，主要系应付债券和长期应付款下降所致。公司非流动负债由长期借款、应付债券、长期应付款构成。公司长期借款134.35亿元，同比下降2.19%，由信用借款（占80.72%）和保证借款构成。应付债券6.38亿元，同比大幅下降72.58%，系“14济城投债/PR济城投”支付分期偿还本金、“09济城建/09济城建债”转入“一年内到期的非流动负债”所致。长期应付款6.84亿元，均为专项应付款。

表6 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
短期债务	133.28	39.45	50.10
长期债务	84.28	160.62	140.73
全部债务	217.56	200.07	190.83
长期债务资本化比率	35.53	50.43	37.55
全部债务资本化比率	58.72	55.89	44.91
资产负债率	68.57	72.86	65.92

资料来源：审计报告，联合资信整理。

2018年底，公司全部债务190.83亿元，同比下降4.62%，系偿还银行借款及部分债券兑付分期偿还本金所致；债务结构以长期债务为主，占比73.75%。2018年底，公司资产负债率、长期债务资本化比率、全部债务资本化比率均有所下降，分别为65.92%、44.91%和37.55%。2019年、2020年和2021年，公司拟到期兑付债务规模分别为50.10亿元、30.20亿元和29.20亿元；2019年存在一定集中兑

付压力。

总体看，公司负债总额有所下降，债务负担明显减轻，2019年存在一定集中兑付压力。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入36.72亿元，同比下降47.46%；同期，公司营业成本同比大幅下降65.38%。受此影响，当期营业利润率为40.19%，较上年提高30.71个百分点。

公司期间费用以管理费用和财务费用为主，2018年期间费用合计0.85亿元，占营业收入比重为2.31%；实现利润总额13.73亿元。

表7 公司收入及盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
营业收入	58.74	69.89	36.72
营业利润	1.73	5.87	13.73
利润总额	2.05	5.87	13.73
营业利润率	4.33	9.48	40.19
总资本收益率	0.74	1.83	3.40
净资产收益率	1.34	3.72	5.87

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为3.40%和5.87%，较上年明显改善。

总体看，跟踪期内，公司营业收入大幅下降，但受成本调减影响，盈利能力有所增强。

5. 现金流分析

公司经营活动现金流主要是经营业务收支、政府补助以及与关联方和政府部门的往来款等。2018年，公司经营活动现金流入73.53亿元，同比下降68.82%，主要系当期出让熟化地块减少致使收入规模下降所致；同期，由于项目投资现金支出降幅较大，经营活动现金流出59.06亿元。2018年公司经营活动净现金流14.47亿元，较上年略有增长；现金收入比大幅下降至181.29%，整体收现质量好。

表8 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动产生的现金流入量	93.44	227.02	73.53
经营活动产生的现金流出量	94.90	214.71	59.06

项目	2016年	2017年	2018年
经营活动净现金流	-1.46	12.31	14.47
现金收入比	138.09	305.48	181.29
投资活动净现金流	14.98	-13.34	-108.55
筹资活动净现金流	-0.84	-18.53	37.14

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2018年，公司支付其他与投资活动有关的现金大幅增长至104.84亿元，主要系对关联单位资金拆借；受此影响，2018年公司投资活动净现金流量-108.55亿元。

2018年，公司吸收投资收到的现金62.97亿元，主要是土地出让金返还的20%市级分成；当期筹资活动现金流入70.37亿元。公司筹资活动现金流出33.24亿元，主要是偿还当年借款本息；当期筹资活动净现金流37.14亿元，由负转正。

总体看，跟踪期内，公司经营活动产生的净现金流略有增长；受关联方拆借款规模大影响投资活动现金大幅净流出；筹资活动净现金流受当期土地出让金返还规模较大影响由负转正。

6. 偿债能力

2018年底，公司流动比率和速动比率均有所增长，分别为127.63%和100.35%；经营现金流流动负债比略有下降至4.74%。2018年底，公司现金类资产14.14亿元，剔除受限货币资金2.29亿元后相当于同期短期债务的0.23倍。公司短期偿债压力较大。

2018年，公司EBITDA大幅增长至14.86亿元，同期公司有息债务规模有所下降，受此影响，公司全部债务/EBITDA下降至12.85倍。EBITDA利息倍数增长至2.63倍。公司长期偿债能力有所增强。

截至2018年底，公司获得的银行授信额度合计23.96亿元，尚未使用额度合计5.82亿元；公司间接融资渠道亟待拓宽。

截至2018年底，公司对外担保余额27.90亿元，担保比率11.92%；被担保方均为国企且经营良好，公司或有负债风险较小。

考虑公司是济南市重要的城市基础设施投

资建设主体，持续获得政府较大力度支持，公司整体偿债能力极强。

九、存续债券偿债能力分析

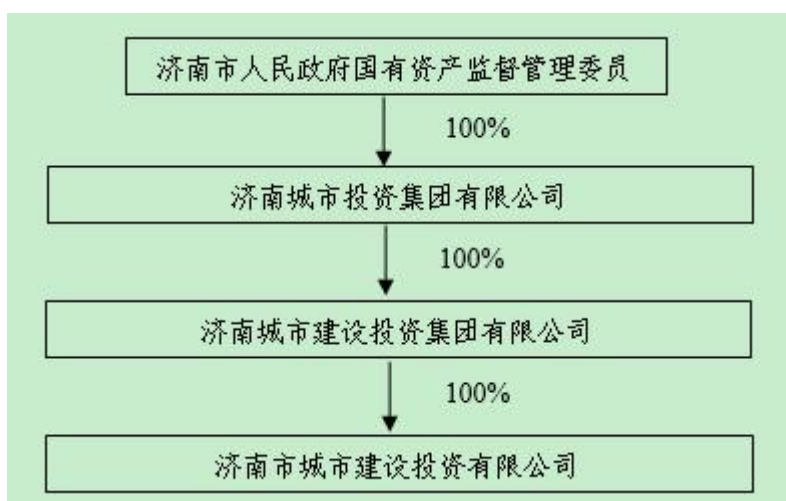
截至跟踪评级日，公司由联合资信评级的存续债券为“14济城投债/PR济城投”，债券余额6.40亿元。2018年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为73.53亿元、59.06亿元和14.86亿元，分别为债券余额的11.49倍、9.23倍和2.32倍，对债券余额的保障能力强。

“14济城投债/PR济城投”设置本金分期偿还条款，有效降低了公司集中偿付压力。

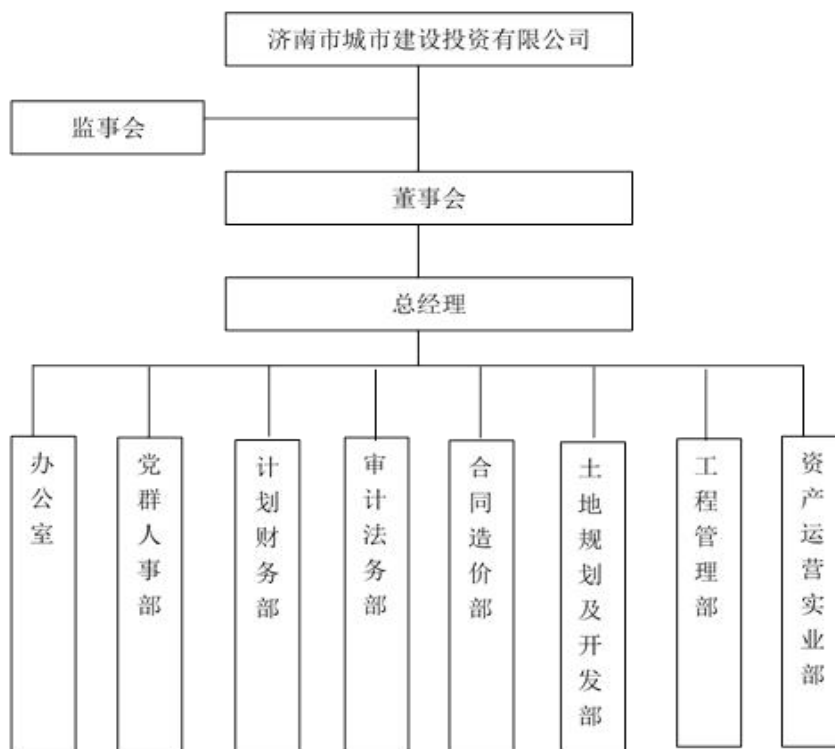
十、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AAA，“14济城投债/PR济城投”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2018 年底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	90.63	71.08	14.14
资产总额(亿元)	486.69	581.74	686.95
所有者权益(亿元)	152.95	157.90	234.09
短期债务(亿元)	133.28	39.45	50.10
长期债务(亿元)	84.28	160.62	140.73
全部债务(亿元)	217.56	200.07	190.83
营业收入(亿元)	58.74	69.89	36.72
利润总额(亿元)	2.05	5.87	13.73
EBITDA(亿元)	2.81	6.98	14.86
经营性净现金流(亿元)	-1.46	12.31	14.47
财务指标			
销售债权周转次数(次)	53.32	88.70	48.58
存货周转次数(次)	0.72	0.91	0.27
总资产周转次数(次)	0.12	0.13	0.06
现金收入比(%)	138.09	305.48	181.29
营业利润率(%)	4.33	9.48	40.19
总资本收益率(%)	0.74	1.83	3.40
净资产收益率(%)	1.34	3.72	5.87
长期债务资本化比率(%)	35.53	50.43	37.55
全部债务资本化比率(%)	58.72	55.89	44.91
资产负债率(%)	68.57	72.86	65.92
流动比率(%)	104.77	101.35	127.63
速动比率(%)	78.68	70.40	100.35
经营现金流动负债比(%)	-0.62	4.93	4.74
全部债务/EBITDA(倍)	77.51	28.64	12.85
EBITDA 利息倍数(倍)	0.26	0.63	2.63

注：其他应付款中有息部分已调入短期债务计算

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(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	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×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	
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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+摊销

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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。详见下表：

信用等级设置	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，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信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。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
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，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变