跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1187 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将济南市城市建设投资有限公司的主体长期信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望为稳定，并将“09济城建/09济城建债”、“12济城建/12济城建债”和“14济城投/14济城投债”的信用等级由AA^+调整为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年六月二十九日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

济南市城市建设投资有限公司公司债券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA	评级展望：稳定
上次评级结果：AA+	评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
09 济城建/09 济城建债	15.00 亿元	2009/3/26-2019/3/26	AAA	AA+
12 济城建/12 济城建债	18.00 亿元	2012/3/26-2018/3/26	AAA	AA+
14 济城投/14 济城投债	16.00 亿元	2014/3/20-2021/3/20	AAA	AA+

跟踪评级时间：2016 年 6 月 29 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年
现金类资产(亿元)	8.10	25.37	77.95
资产总额（亿元）	383.72	408.76	474.06
所有者权益（含少数股东权益）(亿元)	143.79	130.38	150.90
短期债务(亿元)	10.10	13.02	48.60
全部债务(亿元)	184.25	186.85	196.60
营业收入(亿元)	3.58	14.24	19.50
利润总额(亿元)	1.06	0.24	3.39
EBITDA(亿元)	2.14	1.33	4.48
经营性净现金流(亿元)	2.91	3.04	17.40
营业利润率(%)	59.06	10.48	17.37
净资产收益率(%)	0.74	0.18	2.24
资产负债率(%)	62.53	68.10	68.17
全部债务资本化比率(%)	56.17	58.90	56.58
流动比率(%)	78.29	125.99	128.92
全部债务/EBITDA(倍)	86.01	140.24	43.90
经营现金流动负债比(%)	1.73	2.01	8.58

注：公司其他应付款中的有息债务调至长期债务。

分析师

霍正泽　闫　蓉

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）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

跟踪期内，济南市城市建设投资有限公司（以下简称“公司”）参与济南市内重大市政工程建设、土地熟化等业务，为济南市内重要的投资建设平台。公司在土地出让金返还、政府补贴、土地出让收益分成等方面得到了济南市政府的大力支持。近年来，济南市经济快速增长，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境。

作为济南市内重要的城市基础设施建设主体，公司加大对济南市城市基础设施投建力度的同时，积极推进土地整治熟化和安置房建设工作，预计可产生较大规模的土地出让金返还及房产销售收入，公司的盈利能力有望大幅增长。

“09 济城建/09 济城建债”由济南钢铁集团有限公司（以下简称“济钢集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由济南市政府对“09 济城建/09 济城建债”提供偿还承诺。“12 济城建/12 济城建债”及“14 济城投/14 济城投债”采用分期偿还方式，有效降低了公司集中偿付压力。

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA+调整为AAA，评级展望为稳定，并将“09济城建/09济城建债”、“12济城建/12济城建债”和“14济城投/14济城投债”的信用等级由AA+调整为AAA。

优势

1. 近年来，济南市经济快速增长，地方财政实力不断增强，为公司营造了良好的外部发展环境。
2. 公司作为济南市政府性项目投资建设主体，跟踪期内获得政府在土地出让金返还、政府补贴、土地出让收益分成等多方面的有力支持。
3. 跟踪期内，公司可用于开发整治的土地和

安置房项目规模较大，未来可产生较大规模的土地出让金返还及安置房销售收入。

关注

1. 公司流动资产中其他应收款和存货占比大，对资金形成一定占用，公司资产流动性较弱，未来投资规模较大，对外部融资依赖程度偏高。
2. 公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。
3. “09 济城建/09 济城建债”由济钢集团提供担保，但公司未能提供济钢集团具体的经营和财务数据，联合资信不能对济钢集团主体长期信用水平及其担保能力做出判断。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与济南市城市建设投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与济南市城市建设投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因济南市城市建设投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由济南市城市建设投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起12个月内有效，根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，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主体长期信用及存续期内“09 济城建/09 济城建债”，“12 济城建/12 济城建债”和“14 济城投/14 济城投债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

济南市城市建设投资有限公司（以下简称“济南城投”或“公司”）的前身是经济南市机构编制委员会批准（济编发[1996]10 号），于 1996 年 4 月成立的济南市城市建设开发总公司，1997 年 10 月经济南市人民政府办公厅批准更为现名（济政办字[1997]69 号文），注册资本 5000 万元。1999 年 1 月，根据济南市国有资产管理局《关于对市建委申请转增城建投资有限公司实收资本的批复》（济国资行字[1998]第 5 号），公司注册资本增至 5 亿元。2000 年 1 月，根据济南市国有资产管理局《关于济南市城市建设投资有限公司申请转增资本的请示的批复》（济国资行字[1999]第 8 号），公司注册资本变更为 10 亿元。2008 年，经济南市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“市国资委”）审定，同意济南城投将累计收到的各类专项拨款 60 亿元转增实收资本。2013 年 8 月，经济南市人民政府批准，公司股东由济南市人民政府国有资产监督管理委员会变更为济南市财政局。2013 年 12 月 12 日，根据济南财政局《关于同意济南市城市建设投资有限公司和济南市国有资产运营有限公司国有产权无偿划转有关问题的批复》（济财办【2013】102 号），济南市国资委持有的公司产权无偿划转至济南城市建设投资集团有限公司（以下简称“济南城投集团”）。截至 2015 年底，公司注册资本 70 亿元，公司实际出资人为济南城投集团并持有公司 100%股权，济南市财政局为公司的实际控制人。

公司与济南市投融资管理中心为“两块牌子、一套班子”，主要工作职责包括收缴、筹措、管理和使用城建资金，承担城建项目投资、管理、开发经营和项目预算审查、监督拨款，检查监督及国有资产管理等。

公司经营范围为受市政府委托，收缴、筹措、管理和使用城建资金，承担城建项目投资、管理、开发经营和项目预算审查、监督拨款，检查监督及国有资产管理；房地产开发、咨询服务。

截至 2015 年底，公司设有办公室、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、工程管理部和资产运营实业部共 8 个职能部门（见附件 1-2）。截至 2015 年底，公司拥有济南城投置业有限公司 1 家控股子公司，公司持股 80.00%。

截至 2015 年底，公司资产总额 474.06 亿元，所有者权益 150.90 亿元；2015 年，公司实现营业收入 19.50 亿元，利润总额 3.39 亿元。

公司注册地址：济南市历下区经十东路 10567号；法定代表人：王欣。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

产业结构调整稳步推进，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）

67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

固定资产投资增速下行，成为 GDP 增速回落的主要原因。2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，成为经济增长的主要拖累。

消费增速整体上较为平稳，为经济增长发挥“稳定器”作用。2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；中国消费与人均收入情况大致相同，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。

贸易顺差继续扩大，但进、出口双降凸显外贸低迷。2015 年，中国进出口总值 4.0 万亿美元，同比下降 8.0%，增速较 2014 年回落 11.4 个百分点。贸易顺差 5930 亿美元，较上年大幅增加 54.8%，主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。中国受到全球经济增速放缓以及国内制造业成本优势逐渐降低的影响，外贸形势不容乐观，但随着人民币（相当于美元）贬值、欧美经济复苏以及国内稳外贸措施和一带一路项目的逐步落地，外贸环比情况略有改善。

2015 年，中国继续实行积极的财政政策。全年一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3%的预算赤字率。

2016年是中国“十三五”开局之年，中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策，助力经济发展新常态。中共十八届五中全会审议决定到2020年GDP比2010年翻一番，意味着“十三五”期间的GDP增速底线是6.5%。2015年12月中央经济工作会议明确了2016年的重点任务是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。在上述会议和政策精神的指引下，2016年，在财政政策方面，政府将着力加强供给侧结构性改革，继续推进11大类重大工程包、六大领域消费工程、“一带一路、京津冀协同发展、长江经济带三大战略”、国际产能和装备制造合作重点项目，促进经济发展；但经济放缓、减税、土地出让金减少以及地方政府债务逐渐增加等因素将导致财政赤字率进一步上升，或将在一定程度上压缩积极财政的空间。在货币政策方面，央行将综合运用数量、价格等多种货币政策工具，继续支持金融机构扩大国民经济重点领域和薄弱环节的信贷投放，同时进一步完善宏观审慎政策框架；M2或将保持13%以上的较高增速，推动实体经济增长；在美元加息、国内出口低迷、稳增长压力较大的背景下，预计央行可能通过降准等方式对冲资金外流引起的流动性紧张，营造适度宽松的货币金融环境。

四、行业及区域经济环境

20 世纪 90 年代末期以来，国家为推动城市基础设施建设领域的改革，出台了一系列相关政策，主要着眼于确立企业的投资主体地位，支持有条件的地方政府投融资平台通过发行债券拓宽融资渠道等。2009 年，在宽松的平台融资环境及 4 万亿投资刺激下，城市基础设施建设投资速度猛增，造成投资过热及地方财政隐性债务规模快速攀升，2010 年以来，为了正确处理政府融资平台带来的潜在财务风险和金融风险，国家相继出台了一系列清理及监管政策，严控平台债风险。

2012 年 12 月 24 日四部委联合下发了财预

[2012]463 号，通过规范融资方式、制止违规担保等措施约束地方政府及其融资平台政府性债务规模的无序扩张。2013 年 4 月，银监会下发《关于加强 2013 年地方融资平台风险监管的指导意见》（以下简称“《指导意见》”）要求各金融机构遵循“控制总量、优化结构、隔离风险、明晰职责”的总体思路，以降旧控新为重点，以风险缓释为目标，继续推进地方政府融资平台贷款风险管控工作。2013 年 8 月底，国家发改委办公厅下发改办财金 [2013]2050 号文，支持“债贷组合”模式。“债贷组合”模式在棚改债中的应用，创新点在于银行的引入，一方面银行提供贷债统一授信,为棚改债的偿还提供了备用信用支持；另一方面银行作为综合融资协调人，在债券存续期内通过动态长效监控，强化包括贷债在内的整体债务风险管理，为棚改债募集资金的使用及偿债资金的归集起到一定的监管和风险提示作用。整体上 2012 及 2013 年政府融资平台面临较为严峻的信贷融资环境，迫使公开市场融资的城投债保持较大发行规模。其次，《指导意见》对不同行政级别融资平台实施差异化信贷政策，对国家鼓励的项目继续进行信贷支持，这些差异化的政策使省级、省会城市融资平台和从事保障房、公路类融资平台面临相对宽松的融资环境。

2014 年 10 月初，国务院发布“国发[2014]43 号”《关于加强地方政府性债务管理的意见》（以下简称“《43 号文》”）。《43 号文》的主要内容是围绕建立规范的地方政府举债融资机制，建立“借、用、还”相统一的地方政府性债务管理机制：首先，明确了政府性债务举债主体，且规定融资平台公司不得新增政府债务，地方政府性债务采取政府债券形式；其次，地方政府债务规模实行限额管理及全口径预算管理，地方政府债务只能用于公益性资本支出和适度归还存量债务，不得用于经常性支出；再次，明确了偿债主体为地方政府，中央政府实行不救助原则。2014 年 10 月底，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，以下简称“《351 号文》”），《351 号文》主要围绕清理存量债务、甄别政府债务提出了细化内容。新增核心内容主要包括：①明确存量债务甄别结果上报核查及追责要求；②提出根据项目自身收益能否平衡债务来甄别地方政府债务，其中对于通过 PPP 模式转化为企业债务的情况，正式明确其不能纳入政府性债务；③新增“凡债务率超过预警线的地区，必须做出书面说明”。综上，《43 号文》及《351 号文》的出台，对规范地方政府举债行为、约束地方政府盲目举债、防范化解财政金融风险起到积极的作用。

2015 年 5 月 15 日，国务院办公厅转发了财政部、人民银行、银监会《关于妥善解决地方政府融资平台公司在建项目后续融资问题的意见》（国办发[2015]40 号），为确保融资平台公司在建项目后续融资，化解在建项目到期债务风险提供了一些操作细则。

2015 年以来，从财政部部长楼继伟 2016 年 3 月 6 日针对地方政府债务问题答记者问，到 2015 年上半年地方政府债券系列政策的推出，再到融资平台公司在建项目后续融资政策落地，以及 2015 年 5 月份国家发改委积极推进项目收益债同时调整企业债券发行标准等政策的出台，融资平台公司整体违约概率较 2014 年《43 号》文出台时的预期违约概率有所降低，融资平台公司债务短期周转能力有望增强，流动性风险将得以缓释。

整体看，通过多次分类整合，不同类型债务及融资平台得到逐步整理规范，在政策不断细化的大背景下，政府投融资平台逐步出现两极分化，有条件的平台将获得更多政府及信贷等支持，未来在城市发展中起到更加突出的作用，无条件的平台将出现功能弱化，面临调整。同时，监管机构对于债券管理也逐步重视，未来从发债审批到后督管理的全程监控，将成为新趋势

1. 区域经济和财政实力

济南市经济发展概况

2015年济南市地区生产总值6100.23亿元，比上年增长 8.1%。分产业看,第一产业增加值305.39 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值2307.00 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值3487.84 亿元，增长 8.9%。产业结构进一步调整优化，三次产业比例由上年的 5.0:39.2:55.8调整为 5.0:37.8:57.2。人均生产总值 85919 元，增长 7.0%，按年平均汇率折算为 13795 美元，增长 5.6%。

表1 济南市2013～2015年经济发展情况

项 目	2013	2014	2015	2015年增长率（%）
济南市生产总值（亿元）	5230.20	5770.60	6100.23	8.1
第一产业增加值（亿元）	284.70	299.11	305.39	4.1
第二产业增加值（亿元）	2053.20	2215.16	2307.00	7.4
第三产业增加值（亿元）	2892.30	3256.33	3487.84	8.9
城镇居民人均可支配收入（元）	35648.00	38763.00	39889	8.0

资料来源：济南市国民经济和社会发展统计公告，联合资信整理

固定资产投资平稳增长。2015 年济南市固定资产投资项目 3663 个，比上年增长 9%，其中亿元及以上投资项目 902 个，减少 28 个。全年固定资产投资 3498.4 亿元，增长 14.2%。分产业看，第一产业投资 102.5 亿元，增长 8.2%；第二产业投资 1217.4 亿元，增长 14.9 %；第三产业投资 2178.5 亿元，增长 14.1%。分项目规模看，五十亿元以上项目 19 个，增加 5 个，全年完成投资 184.9 亿元，增长 77.6%，占济南市投资的 5.3%；十亿元以上至五十亿元项目 198个，增加 31 个，全年完成投资 857.4 亿元，增长 13.7%，占济南市投资的 24.5%；亿元以上至十亿元投资项目 685 个，减少 64 个，全年完成投资 1023.4 亿元，减少 7.8%，占济南市投资的 29.3%。济南市民间投资 2268.3 亿元，增长 12.2%。

济南市财政状况

在济南市经济较快发展的带动下，市财政收入快速增长，2013～2015 年，济南市税收收入、非税收收入及一般预算收入年均复合增长率分别为 9.42%、27.76%和 13.11%，2015 年济南市实现税收收入、非税收收入及一般预算收入分别为 474.94 亿元、139.38 亿元和 614.32 亿元。

表2 济南市2013～2015年财政收入状况

（单位：亿元，%）

项目（亿元）	2013	2014	2015	变动率
税收收入	381.88	434.04	474.94	9.42
非税收收入	100.19	109.09	139.38	27.76
一般预算收入	482.07	543.13	614.32	13.11

资料来源：济南市2015年公共财政预算执行分析，联合资信整理

总体看，跟踪期内，济南市经济快速增长，财政实力不断增强，为公司提供了良好的外部发展环境。

3. 政府支持

作为济南市重要的城市建设投资运营公司，公司获得市政府的大力支持。2015年公司获得济南市政府拨入的财政专款2.86亿元，计入资本公积中。

政府补助

2015年，公司获得济南市保障性住房管理中心拨付的保障性住房建设专项资金、公共租赁住房建设资金，共计3.78亿元，计入专项应付款科目中。

土地出让收益分成

跟踪期内，济南市土地出让收益分成发生变化，根据2015年5月8日，济南市政府文件《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，土地成本核算和审核均由土地熟化主体负责。土地熟化主体为市各融资平台的，市级与各融资平台按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成。随着土地出让分成的改变，公司将获得更多的土地出让收入。

整体而言，跟踪期内，公司获得政府在财补贴、土地成本返还、土地出让分成改变等多方面的支持；同时，公司可开发土地规模大，为公司可持续发展提供了有力保障。

五、管理分析

跟踪期内，公司高管人员、管理体制、管理制度等其他方面无重大变化。

六、经营分析

1. 经营现状

公司作为济南市城市基础设施建设的核心主体，主要业务包括市政重点项目的投资和建设、土地的熟化整治及安置房的建设等。公司承担的市政项目主要为公益性的市政基础设施建设项目，不直接产生收入，因此未在主营业务收入中反映；目前，公司主营业务收入由房地产销售收入、租赁收入、土地收入和房源差价构成。

2015年公司实现营业收入19.50亿元，较2014年底增长5.26亿元。从业务板块看，2015年公司营业收入中，房地产销售收入为0.26亿元；土地收入18.54亿元，较2014年增长4.90亿元；租赁收入较2014年略有增长，为0.63亿元；2015年公司新增房源差价收入0.06亿元。

从毛利率上看，2013～2015年，公司主营业务毛利率波动下降，2015年为17.69%，较2014年增长了6.95个百分点；2015年公司房地产销售业务毛利率为-40.74%；公司租赁收入毛利率为55.56%，较2014年略有增长；土地收入毛利率为16.99%，较2014年大幅增长，系土地出让单价较去年增长所致；房源差价毛利率为100.00%。

表 3　公司 2013～2015 年营业收入及成本情况（单位：亿元、%）

项　目	主营业务收入			主营业务成本			主营业务毛利率		
	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年	2013 年	2014 年	2015 年
房产销售收入	0.07	--	0.26	--	--	0.38	100.00	--	-40.74
租赁收入	0.50	0.60	0.63	0.23	0.28	0.28	54.00	53.33	55.56
土地收入	3.01	13.64	18.54	1.20	12.43	15.39	60.13	8.87	16.99
房源差价	--	--	0.06	--	--	--	--	--	100.00
合　计	**3.58**	**14.24**	**19.50**	**1.42**	**12.71**	**16.05**	**60.34**	**10.74**	**17.69**

资料来源：公司审计报告

市政重点项目投建

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工作，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。

截至2015年底公司的在建市政重点项目包括奥体片区及市政道路项目，龙洞片区前期，东区项目，燕山地块，拆迁地块，东部新城项目，三联项目地块，百花洲地块，茂陵公路，凤凰山西侧。在建项目中奥体东片区开发建设项目规模较大。

奥体东片区开发建设项目，开工时间为2013年7月，计划竣工时间为2016年12月，该项目具体建设内容为片区开发建设，项目总用地面积1153亩，净用地面积953亩，规划预计可建设住宅及配套公建面积约205万平米，其中地上建筑面积141万平米，地下建筑面积64万平米。该项目总投资为123.34亿元，截至2015年底该项目已累计投资76.75亿元。

公司从事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，公司还以银行贷款等债务融资方式筹措部分建设资金，这部分建设资金由公司日后以自有资金、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。跟踪期内，公司收到政府回购北园大街道路款项31.23亿元，因该项目为公益性项目，公司未确认收入。

土地熟化整治

公司受济南市国土资源局委托，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和熟化工作。

公司土地熟化整治的业务模式为，根据济南市政府文件《济南市人民政府关于调整国有土地使用权出让净收益分配办法的通知》（济政发【2008】24号）规定，公司将其重点项目范围内的土地进行征收、熟化后，由济南市国土资源局通过招、拍、挂等手段出让，所得收入上缴济南市财政局；济南市财政局将土地出让金纯收益的50%连同征收、熟化土地的成本按照经批准的资金使用预算拨付给公司（根据2008年济南市政府文件《济南市人民政府关于调整国有土地使用权出让净收益分配办法的通知》（济政发【2008】24号）。跟踪期内，济南市土地出让收益分成发生变化，根据2015年5月8日，济南市政府文件《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，土地成本核算和审核均由土地熟化主体负责。土地熟化主体为市各融资平台的，市级与各融资平台按照市级国有土地出让收入的2:8比例分成。

公司测算的土地成本包括研究、策划、设计等前期费用，拆迁补偿款和过渡安置费等土地征收费用，道路、供水、供电、供气、排水、通讯、照明、土地平整等配套工程费用，资金成本和其他费用。土地熟化阶段，公司将相应的成本计入“在建工程”中。公司按照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“主营业务成本”。

2015年，公司取得的土地出让金返还为40.35亿元（当年拍卖成交地块且于当年返还的土地出让金，公司将其计入营业收入；未于当年返还的土地出让金，公司将其暂计入在建工程，并于收到土地出让金返还时确认收入并结转成本）。2015年公司确认土地熟化收入18.54亿元，将剩余21.81亿元冲减在建工程中。

2015年，公司完成土地开发整治2400亩，完成土地出让1882.27亩。截至2015年底，公司可用于开发整治的土地累计11531.21亩。以公司2015年底可用于开发整治的土地面积为基数，用398.73万/亩匡算（2015年公司土地平均出让价格398.73万元/亩），估算出让总价达459.78亿元。

安置房及公租房建设

安置房及公租房建设一直是公司的一项重要业务，也是公司顺利开展拆迁的有力保障。

表4　截至2015年底公司主要的安置房和公租房项目情况　（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资额
西蒋峪公租房项目	13.11	13.96
姚家村安置房项目	18.20	10.57
港新园公租房项目	8.00	1.36
雪山安家-章灵四村安置房项目	21.02	6.56
合计	**60.33**	**32.45**

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司负责的安置房（公租房）项目主要有西蒋峪公租房、姚家村安置房、港新园公租房和雪山安家-章灵四村安置房项目。上述项目均体现在财务报表的在建工程项目中，西蒋峪公租房为为西蒋峪片区公租房工程，姚家村安置房项目为燕山地块，港新园在其他一项中，雪山安家-章灵四村项目为三联项目地块。截至2015年底，西蒋峪公租房项目和姚家村安置房项目已经完工，姚家村安置房项目正在工程决算中，公租房在建项目为港新园公租房项目和雪山安家-章灵四村安置房项目。

西蒋峪公租房项目房屋建设工程规划用地面积10.05公顷，规划总建筑面积30.88万平方米。其中：地上建筑面积20.86万平方米，包括17栋住宅楼（6栋11层、7栋15层、4栋25层）、1栋大型服务公建以及其它配套公共建筑；地下建筑面积10.02万平方米，包括2座大型地下车库和地下储藏室。住宅房屋总套数为3594套，户型设计为40-50平米1108套，50-60平米2486套。同步建设园区道路、给排水、专业配套管网以及景观绿化等配套设施。项目中的房屋建设于2011年6月初开工。项目总投资额为13.11亿元，截至2015年底，项目已完工，项目投累计投资13.96亿元。

姚家村安置房项目总用地约16.11公顷（其中规划道路、河道及公共绿地约3.9公顷），各规划建设用地约12.21公顷，性质为居住。项目总建筑面积：30.06万平方米，其中地上建筑面积：24.1万平方米，包括住宅23.04万平方米，社区服务中心2022平方米，幼儿园2530平方米，配套商建6044平方米；地下建筑面积：5.89万平方米，其中地下车库总面积3.77万平方米，地下室2.12万平方米。村民安置区共规划建设10、11、15、16、18、25、27、29层不等的共18栋小高层、高层公寓，建筑面积分为60、80、100、120和140平方米的五种户型，总套数2582户。姚家村安置房项目于2009年11月开工，目前已经完工，截至目前，该项目正在工程决算中。项目总投资额为18.20亿元，截至2015年底，项目已累计投资10.57亿元。

港新园公租房项目，总用地面积为6.63公顷，可规划建设用地面积3.86公顷。项目总建筑面积14.18万平方米。项目地上建筑面积10.68万平方米，其中住宅10.26万平方米，配套公共建筑及其他0.42万平方米；项目地下车库及其他建筑面积3.50万平方米，其中地下车库及其他2.37万平方米，储藏室1.13万平方米，项目规划居住总户数2017户，规划总人口6051人。该项目起始时间为2014年9月，预计完工时间为2016年12月。项目总投资额为8.00亿元，截至2015年底，项目已累计投资为1.36亿元。

雪山安家-章灵四村安置房项目中章灵四村四村总占地面积611公顷，安置房总占地17.57公顷，四村共需安置人口8774人、4450套，总建筑面积59.02万平方米，其中安置房面积52.98万平方米，配套公共设施6.04万平方米。该项目规划总投资额为21.03亿元，项目开工时间为2014年8月，预计在2017年6月完工。项目总投资为21.02亿元，截至2015年底，项目累计投资额为6.56亿元。

未来，随着西蒋峪公租房项目和姚家园的全面完工并对外销售及港新园公租房项目和雪山片区安置房项目的建设推进，公司可产生较大规模房产销售收入。

房地产项目及房源差价

截至2015年底，公司的房地产项目为福成大厦项目、东城逸家项目和鼎秀家园项目，其中福成大厦为安置房项目，其收入为项目建设完工后，公司将额外的房屋出售的收入；东城逸家项目总投资为123.34亿元，截至2015年已投资76.75亿元，该项目产生24.37亿的购房意向金，体现在预收款项中；鼎秀家园项目总投资为35.92亿元，截至2015年底已投资8.59亿元，该项目正在建设中，尚未实现销售。2015年公司房地产项目收入为福成大厦售房收入为0.27亿元。

公司的其他业务收入为房源差价收入，为安置房的房屋差价款。2015年公司的房源差价收入为0.06亿元。

2. 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经营管理为中心，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。公司将继续发挥济南市城市基础设施建设核心投资和建设主体功能，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，稳步加快土地整理熟化工作，努力做好国有资产的盘活工作，使公司逐步发展壮大为一个政府主导、政策融资为主、重点投资建设具有公益性质的基础设施项目和大型重点项目的专业化城市建设投资企业。

总体看，公司在建项目规模大，随着项目建设的推进和新项目的逐步开展，公司未来将面临较大的资金压力。

七、募集资金使用情况

“09 济城建/09 济城建债”募集资金已全部投放完毕，全部用于济南奥林匹克体育中心工程建设项目；截至 2015 年底，募投项目已完工。

“12 济城建/12 济城建债”共募集资金 18 亿元，其中 14.40 亿元将用于燕山文博片区 B 地块姚家村安置房项目（10.50 亿元）、燕山新区中心区茂岭三号路建设项目（2.00 亿元）、奥体中心东地块市政道路工程项目的建设（1.90 亿元）。截至 2015 年底，募集资金已全部投放完毕，募投项目已完工。

“14 济城投/14 济城投债”（2014 年 3 月 20 日发行）募集资金全部用于西蒋峪 A 地块公共租赁住房项目（6.00 亿元）、奥体文博片区 C 地块丁家片区安置房项目（9.00 亿元）和西蒋峪市政配套工程项目（1.00 亿元）。截至 2015 年底，募集资金已全部投放完毕，募投项目中西蒋峪 A 地块公共租赁住房项目已经完工、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正在进行中。截至 2015 年底，奥体文博片区 C 地块丁家片区安置房项目，累计完成投资 6.13 亿元；西蒋峪市政配套工程累计完成投资 0.74 亿元。

八、财务分析

公司提供的 2015 年财务报表经天健会计师事务所特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。

2015 年，公司合并范围子公司无变化。对公司财务数据的可比性没有影响。

截至 2015 年底，公司资产总额 474.06 亿元，所有者权益 150.90 亿元；2015 年公司实现营业收入 19.50 亿元，利润总额 3.39 亿元。

1. 盈利能力

2015 年，公司营业收入为 19.50 亿元，同比增长 36.96%，系土地业务收入增长所致。2015 年，公司的营业收入构成为租赁收入与 0.63 亿元、房源差价 0.06 亿元、房地产 0.27 亿元和土地熟化业务 18.54 亿元，其中土地熟化业务收入较 2014 年增长 4.90 亿元。

2015 年，公司营业成本为 16.05 亿元，系土地熟化业务成本增长所致。2015 年公司的营业成本构成为租赁业务 0.28 亿元、福成大厦售房成本 0.38 亿元和土地熟化业务成本 15.39 亿元，其中土地熟化业务成本较 2014 年增长 2.96 亿元。

2015 年，公司期间费用（销售费用、管理费用、财务费用）为 0.79 亿元，较 2014 年有所下降；公司期间费用占营业收入比重分别为 4.05%，较 2014 年下降 3.50 个百分点，主要为财务费用的减少所致。整体看，期间费用对营业利润侵蚀小。

2015 年，公司营业利润率为 17.37%，较 2014 年有所增长，增长 6.89 个百分点，系营业收入的增长所致。2015 年公司的营业外收入为 0.80 亿元，其构成为公司收到的康臻贸易房租违约金而形成的非流动资产处置利得 0.80 亿元。2015 年，公司的利润总额为 3.39 亿元，较 2014 年增长 3.15 亿元，系营业收入的增长和营业外收入的增长。

2015 年，公司总资本收益率为 1.19%，同比增长 0.76 个百分点；净资产收益率为 2.24%，同比增长 2.06 个百分点；总体看，公司盈利能力弱。

总体看，受公司业务的影响，公司收入稳

定性差，自身盈利能力弱。

2. 现金流及保障

经营活动方面，2015年公司经营活动现金流入为52.55亿元，较2014年同比增长21.87%。2015年公司销售商品、提供劳务收到的现金为28.75亿元，较2014年同比减少27.28%，主要构成为确认的土地熟化收入18.54亿元等；收到其他与经营活动有关的现金为23.81亿元，较2014年增加20.22亿元，主要构成为收到的土地出让金返还金额21.81亿元。2015年公司经营活动现金流出为35.15亿元，较2014年同比下降12.30%。公司购买商品、接受劳务支付的现金为30.93亿元，较2014年同比下降18.58%，其构成为项目的开发成本；支付其他与经营活动有关的现金为2.22亿元，较2014年增长1.85亿元，构成为往来款。受经营活动现金流入大幅增长所致，2015年公司经营活动现金流量净额为17.40亿元，较2014年增长14.36亿元。2015年公司的现金收入比为147.40%，较2014年下降130.23个百分点，公司现金收入实现质量好。

从投资活动看，2015年公司投资活动现金流入为65.93亿元，较2014年同比下降1.26%。2015年，公司收回投资收到的现金为6.80亿元，为收回公司对山东铁路建设投资有限公司的投资款；公司处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额为31.23亿元，为政府回购北园大街道路的款项；公司收到其他与投资活动有关的现金为27.90亿元，主要为公司收取济南市国有资产运营有限公司的借款。2015年公司投资活动现金流出为42.07亿元，较2014年同比下降16.43%。其中，购建固定资产、无形资产等支付的现金为12.01亿元，较2014年同比增长11.26%，构成为在建工程的现金支出；投资支付的现金为5.30亿元，为支付济南市国有资产运营有限公司的暂借款；支付其他与投资活动有关的现金为24.75亿元，为支付济南市国有资产运营有限公司借款和利息。2015年公司投资活动产生的现金流量净额为23.86亿元，较2014年同比增长45.21%。

筹资活动方面，2015年公司筹资活动现金流入为71.55亿元，较2014年略有下降，其中，取得借款收到的现金为58.35亿元，收到其他与筹资活动有关的现金为13.20亿元，为济南市城市建设投资集团有限公司的借款。2015年公司筹资活动现金流出为67.43亿元，其中偿还债务支付的现金为41.08亿元；分配股利、利润或偿付利息支付的现金为13.01亿元；支付其他与筹资活动有关的现金为13.35亿元，为归还济南市城市建设投资集团有限公司的借款。2015年公司筹资活动现金流量净额为4.11亿元，较2014年相比转负为正。

总体而言，受益于土地熟化项目的大额款项流入，公司经营活动现金流入大幅增长，投资活动现金流净额持续增长，筹资压力有所降低。

3. 资产质量

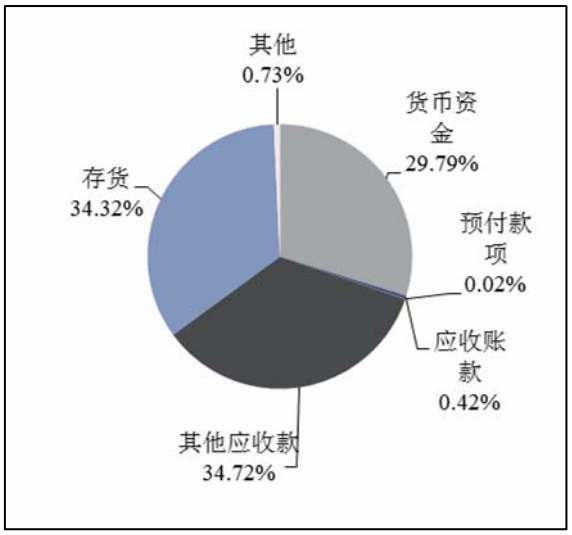
截至2015年底，公司资产总额为474.06亿元，较2014年底同比增长15.97%，公司资产总额中流动资产占比55.19%，非流动资产占比44.81%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

截至2015年底，公司流动资产为261.65亿元，较2014年底同比增长37.61%，为货币资金和存货大幅增长所致。2015年底公司流动资产主要由其他应收款、存货和货币资金构成。

截至2015年底，公司货币资金为77.95亿元，较2014年底同比增长207.22%，主要系银行借款的大幅增长所致。公司货币资金以银行存款为主，占99.99%。

图 1　2015 年底公司流动资产结构图



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司的应收账款为1.09亿元，较2014年底增长0.85亿元，公司的应收账款主要为应收济南市土地储备历下中心0.80亿元、山东省鲁成招标有限公司0.05亿元、山东省设备成套招标中心0.05亿元、济南市小清河开发建设投资有限公司0.02亿元等。账龄上看，账龄在1年以内的占比78.40%，1~2年的占7.14%，2~3年的占2.18%，3年以上的占12.28%，公司的应收账款账龄适宜。公司的应收账款计提坏账准备65.56万元，占公司应收账款的比率0.60%，计提比例底。

截至2015年底，公司的其他应收款为90.84亿元，较2014年底同比下降11.04%。公司其他应收款主要为市重点城建工程项目应收工程款、按市政府规划向其他公司的代垫款以及对财政局的借款。从账龄上来看，公司的其他应收款账龄在1年以内的占12.96%，1~2年占37.22%，2~3年占3.96%，3年以上的占45.86%，公司其他应收款账龄较长。2015年公司的其他应收款计提坏账准备53.41万元，占公司其他应收款的比例为0.01%，计提比例低。

表5　截至2015年底公司其他应收款主要构成

（单位：亿元、%）

欠款方	金额	占比	性质
济南西城投资开发集团有限公司	13.99	15.40	往来款
济南小清河开发建设有限公司	12.54	13.80	往来款
济南城市建设投资集团有限公司	6.61	7.28	往来款
历下区财政局	5.60	6.16	借款
合计	**38.74**	**42.65**	

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司存货为89.80亿元，较2014年底同比增长47.07%，公司的存货主要为公司在建的房地产项目和代建项目的工程成本，其中开发成本为85.60亿元，开发产品为4.20亿元。公司的存货未计提跌价准备。2015年公司存货包含资本化利息0.88亿元。公司账面上土地价值合计40.71亿元，用于抵押的土地账面价值为27.96亿元，用于抵押的土地占公司账面上土地总额的68.68%，公司用于抵押的土地规模较大。

非流动资产

截至2015年底，公司非流动资产212.41亿元，较2014年底同比下降2.85%，公司非流动资产主要为固定资产（占46.84%）、在建工程（占45.34%）和长期股权投资（占6.14%）。

截至2015年底，公司长期股权投资13.04亿元，较2014年无变化。公司长期股权投资构成如下表所示。

表6　截至2015年底公司长期股权投资构成

（单位：亿元）

项目	投资额
济南西郊自来水公司	7.05
济南东郊自来水公司	2.91
济南大杨自来水公司	2.37
济南南郊自来水公司	0.70
合计	**13.04**

资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司固定资产为99.49亿

元，较2014年底同比增长1.79%。2015年公司的固定资产构成为房屋及建筑物1.72亿元、运输工具0.05亿元、电子设备及其他0.05亿元，代建代管资产98.58亿元。2015年公司固定资产共计提折旧0.90亿元，公司代建代管资产系道路广场等资产，政府要求予以回购，不计提折旧。截至2015年底，公司无固定资产用于抵押、担保事项，也不存在减值现象。2015年，公司的固定资产较2014年增加23.26亿元，主要系城区建设指挥部奥体安置房工程建设项目竣工，企业根据竣工决算报告转资9.79亿元，竣工决算审计报告文号为：津中审联济专审字【2016】第001号，由天津中审联有限责任会计师事务所济南分所出具。除此之外，因西蒋峪公租房及市委党校项目已竣工验收，本年暂估转资，其中：市委党校项目转资金额为8.69亿元，西蒋峪公租房转资金额为13.94亿元。2015年公司固定资产减少31.23亿元，系政府回购北园大街道路。

截至2015年底，公司在建工程为96.30亿元，较2014年底同比下降7.39%，公司的在建工程主要为奥体综合项目、龙洞片区前期、东区项目、燕山地块、西蒋峪片区公租房工程等。在建工程中2015年度资本化利息为14.20亿元。2015年公司的在建工程中共有32.41亿元转资，其中东区项目转资18.48亿元，西蒋峪公租房片区公租房工程转资13.94亿元。

跟踪期内，公司资产以流动资产为主，流动资产中其他应收款和存货占比较大，对资金形成了一定占用。公司整体资产流动性较弱，资产质量一般。

4. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为150.90亿元，较2014年底同比增长15.74%，系资本公积的增长所致，公司所有者权益中实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占46.39%、40.00%、1.40%和12.08%。2015年公司资本公积增加系财政拨入土地成本返还2.86亿元，专项应付款市委党校项目转入5.00亿元，西蒋峪公租房项目转入9.28亿元，市委党校和西蒋峪公租房项目的转入系项目完工。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性好，以实收资本和资本公积为主。

负债

截至2015年底，公司负债合计323.16亿元，较2014年底同比增长16.08%，公司负债合计中流动负债和非流动负债分别占62.80%和37.20%，公司负债总额以流动负债为主。

截至2015年底，公司流动负债202.95亿元，较2014年底同比增长34.48%，主要为一年内到期的非流动负债和其他应付款的增长所致。截至2015年底，公司流动负债主要由其他应付款（占59.24%）、预收帐款（占12.28%）和一年内到期的非流动负债（占23.06%）构成。

公司应付账款主要为应付工程款。截至2015年底，公司应付账款为5.74亿元，较2014年底同比增长120.56%。从账龄上看，1年以内的占68.91%，1~2年的占10.41%，2~3年的占2.75%，3年以上的占17.93%。公司应付账款主要债权人情况为：中国建筑第八工程局有限公司1.23亿元、国网电力公司济南供电公司0.89亿元、济南热力有限公司0.54亿元、山东天齐置业集团股份有限公司济南分公司0.37亿元和山东平安建设集团有限公司0.22亿元。

截至2015年底，公司预收款项为24.92亿元，较2014年底同比下降1.77%，公司的预收款项为预收东城逸家购房意向金24.37亿元和济南旧城开发投资集团有限公司的房源款130.88万元。从账龄上来看，公司预收款项账龄在1年以内的占2.02%，1~2年的占97.88%，2~3年的占0.09%，3年以上的占0.01%，公司的预收款项账龄较短。

截至2015年底，公司其他应付款为120.23亿元，较2014年同比增长13.15%。从账龄上来看，账龄在1年以内的占49.20%，1~2年的

占 21.41%，2~3 年的占 11.27%，3 年以上的占 18.12%，公司其他应付款账龄适宜。公司的其他应付款中对济南市国有资产运营有限公司的 31.58 亿元为长期有息债务。公司金额较大的其他应付款主要构成如下表所示。

表7　截至2015年底公司其他应付款主要债权人情况

（单位：亿元、%）

应付方	金额	占比
济南市国有资产运营公司	31.58	26.27
济南市财政局	28.25	23.50
济南市智慧城置业发展有限公司	21.60	19.97
合计	**81.43**	**67.73**

资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 46.81 亿元，较 2014 年底同比增长 313.32%；截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款 42.31 亿元和一年内到期的应付债券 4.50 亿元。公司一年内到期的长期借款构成为信用借款 3.66 亿元、抵押借款 0.30 亿元、保证借款 31.35 亿元和质押借款 7.00 亿元。其中，保证借款 31.35 亿元为济南西城投资开发集团有限公司提供担保 5.00 亿元、济南市国有资产运营有限公司提供担保 10.00 亿元、济南城市建设投资集团有限公司提供担保 16.35 亿元；质押借款 7.00 亿元，其质押物为浙商银行股份有限公司定期存单，金额为 7.20 亿元；抵押借款 0.30 亿元，抵押物为高新国用（2013）第 0500010 号以及高新国用（2013）第 0500009 号土地使用权。

截至 2015 年底，公司非流动负债 120.20 亿元，较 2014 年底同比下降 5.70%，系专项应付款的下降所致。截至 2015 年底，公司非流动负债中长期借款、应付债券和专项应付款占比分别为 63.78%、33.07%和 3.14%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 76.67 亿元，较 2014 年底同比增长 15.68%。公司的长期借款中信用借款 12.42 亿元，保证借款 50.50 亿元和抵押借款 13.75 亿元。

截至2015年底，公司应付债券39.76亿元，为公司于 2009 年 3 月发行的 15 亿元 10 年期“09 济城建债”及于 2012 年 3 月发行的 18 亿元 6 年期“12 济城建债”及于 2014 年 3 月发行的 16 亿元 7 年期“14 济城建债”。

截至 2015 年底，公司的专项应付款 3.78 亿元，构成为公共租赁住房建设 3.02 亿元和保障性住房建设专项资金 0.76 亿元。

截至2015年底，公司全部债务为196.60亿元，同比增长5.22%，主要为短期债务增加所致；截至2015年底，公司的短期债务为48.60亿元，较2014年底增长35.58亿元，为一年到期的非流动负债大幅增长所致；同期公司的长期债务为148.00亿元，同比下降14.86%。公司的全部债务中，短期债务占24.72%，长期债务占75.28%，公司债务结构以长期债务为主。

截至2015年底，公司资产负债率为68.17%，较2014年略有增长。从有息债务负担看，2015年底，公司全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为56.58%和49.52%，均较上年有所下降

跟踪期内，公司债务规模持续增长，短期债务大幅增加，但债务负担仍处于合理水平。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015年底，公司流动比率为128.92%，较2014年略有上升，速动比率为84.67%，较2014年略有下降。2015年受经营活动现金流量净额增长，公司经营现金流动负债比有所增长，为8.58%，较2014年增长6.57个百分点。2015年公司现金类资产为77.95亿元，经营活动现金流入量为52.55亿元，对48.60亿元的短期有息债务保障能力较好。总体看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债能力看，2015年公司EBITDA为4.48亿元，较2014年增长3.15亿元。2015年公司全部债务/EBITDA倍数为43.90倍，较上年的140.24倍大幅下降；公司长期偿债指标有所改善，但仍表现弱。鉴于公司受政府支持力度大，土地储备较充足，公司整体偿债能力较好。

截至2015年底，公司对外提供担保金额共计91.96亿元，担保比率为60.94%，较2014年的担保比率98.17%大幅下降；被担保方构成如表9所示。主要被担保方济南市西城投资开发集团有限公司、济南市旧城改造投资运营有限公司和济南市小清河开发建设投资有限公司均为济南市政府的投资建设主体，经营较为稳定。公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

表8　截至2015年底公司对外担保情况

（单位：亿元）

被担保方	担保金额
济南西城投资开发集团有限公司	67.27
济南市旧城改造投资运营有限公司	3.10
济南市小清河开发建设投资有限公司	21.60
合计	**91.96**

资料来源：公司审计报告

截至 2016 年 5 月底，公司获得各家银行授信额度为 183 亿元，已使用额度为 23 亿元，尚未使用额度 160 亿元，公司间接融资渠道畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的 2016 年 6 月 3 日中国人民银行《企业信用报告》（银行版）（机构信用代码为 G10370102004708300），截至 2016 年 6 月 3 日，公司存在 9 笔未结清的关注类信贷信息和一笔关注类担保信息。根据公司提供的贷款卡信息中关注类贷款的说明，公司的关注类贷款均为与工商银行的贷款，因抵押手续问题将贷款列为关注。根据公司提供的关注类对外担保说明，公司的关注类担保信息为公司对济南水务集团有限公司的对外担保，因担保方尚未结清借款，故列为关注。公司无未结清和已结清的不良贷款记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、济南市政府对于公司的各项支持，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

九、债券保障程度分析

“09济城建/09济城建债”募集资金15.00亿元，7+3年期，付第七年末投资者选择回收权及公司票面利率上调权；截至2015年底，募集资金已全部投放。另外，“09济城建/09济城建债”由济南钢铁集团有限公司（以下简称“济钢集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由济南市政府对“09济城建/09济城建债”提供偿还承诺；但公司未能提供济钢集团具体的经营和财务数据，联合资信不能对济钢集团上述变化及其信用水平和担保能力做出判断。根据2016年3月29日中国国债登记结算有限责任公司发布的《09济城建债（098038）含权债券履行结果公告》，09济城建债银行间回售面额1.25亿元，继续托管面额13.75亿元，未回售部分债权利率4.78%，行权日期为2016年3月26日。

“12济城建/12济城建债”募集资金18.00亿元，6年期；截至2015年底，募集资金已全部投放完毕。“12济城建/12济城建债” 采用分期偿还方式，自第3个计息年度开始至第6个计息年度分别逐年偿还本期债券本金的25%，即4.50亿元。

“14济城投/14济城投债”募集资金16.00亿元，7年期；提前偿还方式，从第3个计息年度开始偿还本金，每个计息年度末偿还本金的20%，即3.20亿元。

公司存续期内的三期企业债券中“09济城建/09济城建债”采用到期一次还本方式，“12济城建/12济城建债”和“14济城投/14济城投债”采用分期偿还方式，以上三期企业债券的偿还期存在一定的重合。

表9 存续期内债券本金偿付表（单位：亿元）

年份	本金偿付			合计
	09济城建/09济城建债	12济城建/12济城建债	14济城投/14济城投债	
2015		4.50		4.50
2016		4.50		4.50
2017		4.50	3.20	7.70
2018		4.50	3.20	7.70
2019	13.75		3.20	16.95
2020			3.20	3.20
2021			3.20	3.20

资料来源：联合资信整理

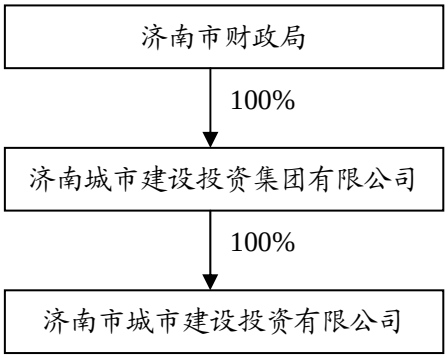
2015~2021年公司面临集中偿付压力最大的时期出现于2019年，需偿付本金16.95元。以最大单年偿付额16.95亿元测算，2015年公司EBITDA 、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为亿元的0.26倍、3.10倍和1.03倍；总体看，2015年公司EBITDA对存续期债券的保障能力较差，经营活动现金流入量保障能力较好，经营活动现金净流量保障能力较差。

同时考虑到济南市政府对公司的各项支持及对“09济城建/09济城建债”提供的偿还承诺，政府支持有助于减轻公司的集中偿付压力，公司对存续期债券的实际偿付能力较强。

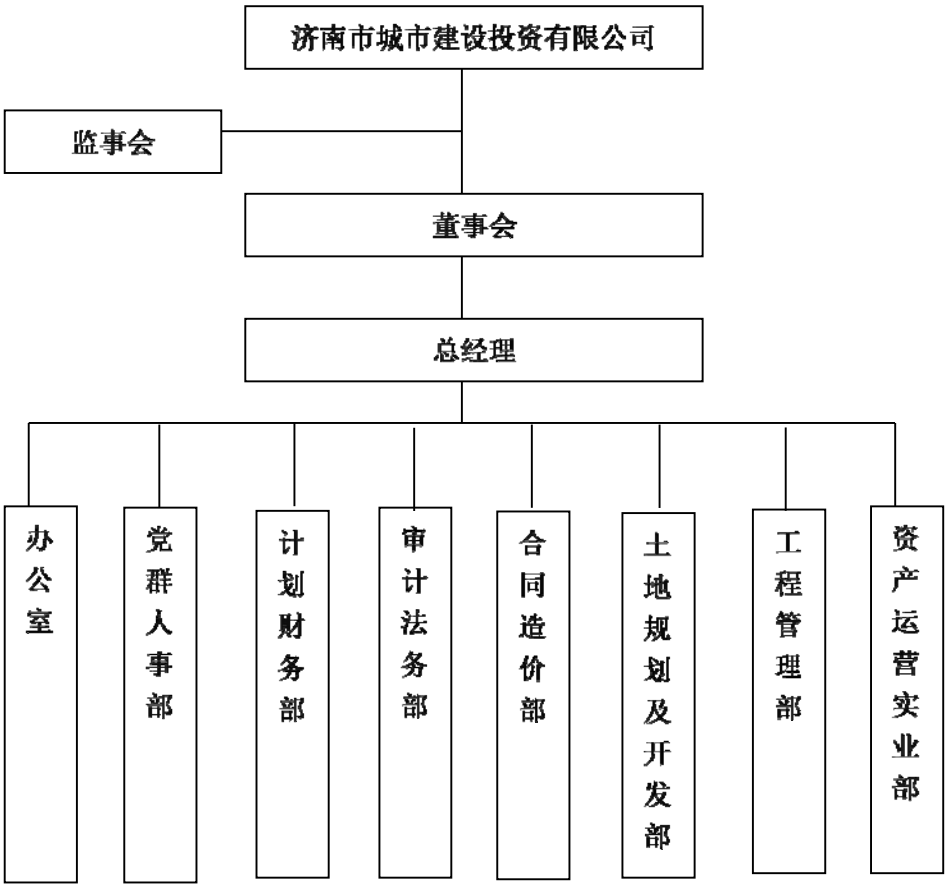
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望为稳定，并将“09济城建/09济城建债”、“12济城建/12济城建债”和“14济城投/14济城投债”的信用等级由AA^+调整为AAA。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	8.10	25.37	77.95
资产总额(亿元)	383.72	408.76	474.06
所有者权益(亿元)	143.79	130.38	150.90
短期债务(亿元)	10.10	13.02	48.60
长期债务(亿元)	174.15	173.83	148.00
全部债务(亿元)	184.25	186.85	196.60
营业收入(亿元)	3.58	14.24	19.50
利润总额(亿元)	1.06	0.24	3.39
EBITDA(亿元)	2.14	1.33	4.48
经营性净现金流(亿元)	2.91	3.04	17.40
财务指标			
销售债权周转次数(次)	16.14	42.55	29.35
存货周转次数(次)	0.04	0.26	0.21
总资产周转次数(次)	0.01	0.04	0.04
现金收入比(%)	110.32	277.63	147.40
营业利润率(%)	59.06	10.48	17.37
总资本收益率(%)	0.55	0.31	1.19
净资产收益率(%)	0.74	0.18	2.24
长期债务资本化比率(%)	54.77	57.14	49.52
全部债务资本化比率(%)	56.17	58.90	56.58
资产负债率(%)	62.53	68.10	68.17
流动比率(%)	78.29	125.99	128.92
速动比率(%)	57.34	85.52	84.67
经营现金流动负债比(%)	1.73	2.01	8.58
EBITDA 利息倍数(倍)	2.92	1.81	6.09
全部债务/EBITDA(倍)	86.01	140.24	43.90

注：公司其他应付款中的有息债务调至长期债务.

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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	
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%

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+一年内到期的长期负债+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

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4　中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及其含义同中长期债券信用等级